

2026 年 1 月 26 日



中国民营医疗服务：穿越寒冬，静待春生

标配

首次覆盖

中国医疗服务行业在需求端、供给端及支付端多重因素推动下，已形成万亿级市场规模。尽管民营医疗服务目前占比有限，但我们认为其具备广阔的长期成长空间。伴随人口老龄化加速、居民健康意识持续提升以及支付体系逐步多元化，民营医疗在补充公立医疗体系、承接差异化及高质量医疗需求方面的重要性不断增强。行业发展正由过去的粗放式扩张阶段转向以医疗质量、运营效率和合规能力为核心的高质量增长阶段，监管趋严与竞争加剧将加速行业出清与集中度提升，具备专科深度、品牌优势及精细化运营能力的龙头企业有望持续提升市占率并释放盈利弹性。

首次覆盖爱尔眼科（300015.CH）、固生堂（2273.HK）、海吉亚（6078.HK）和锦欣生殖（1951.HK）。我们更看好市场空间更为广阔、受医保支付限制较少、服务标准化规范化可复制能力更强的眼科和中医诊疗。首选推荐盈利增速更高、估值更具吸引力的爱尔眼科和固生堂。

阳景（首席医药分析师）
jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇，CFA（医药分析师）
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446



欢迎关注
浦银国际研究

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

中国民营医疗服务：穿越寒冬，静待春生.....4

中国民营医疗服务行业：概览与现状5

需求端、供给端、支付端共同推动医疗服务行业持续增长12

监管重心从过去鼓励扩张转向注重规范与质量发展22

经济承压背景下，高效优质医疗服务需求仍具韧性28

专科能力、品牌信任、运营效率共同驱动优秀民营医疗服务企业脱颖而出31

看好眼科及中医诊疗，首选推荐爱尔眼科、固生堂36

主要风险38

爱尔眼科（300015.CH）：全球眼科龙头优势持续强化.....40

固生堂（2273.HK）：中医服务龙头，海内外并购加速推动收入增长73

海吉亚（6078.HK）：民营肿瘤服务龙头，拐点仍待观察103

锦欣生殖（1951.HK）：民营辅助生殖龙头，拐点仍待进一步验证108



中国民营医疗服务：穿越寒冬，静待春生

中国医疗服务行业市场规模已于 2024 年达到 7.7 万亿元，未来有望在 2029 年持续成长至 11.6 万亿元。得益于需求端、供给端、支付端的共同推动，中国医疗服务行业在过去 20 年持续增长，市场规模于 2024 年达到人民币 7.7 万亿元（根据 Frost & Sullivan 数据）。未来随着人口老龄化程度的加深、公众医疗健康意识的不断提升、支付逐渐迈向多元化，Frost & Sullivan 预测中国医疗服务市场规模有望于 2029 年进一步增长至 11.6 万亿元（对应 8.5% CAGR）。

尽管民营医疗服务在整体医疗服务市场规模中目前占比不高，但具备广阔的长期前景，中期有望以 11% CAGR 持续增长。尽管目前民营医疗服务仅占中国整体医疗服务市场规模的不到两成，但我们认为，长期来看，随着社会老龄化进程的加快，健康意识的不断增强，监管对民营医疗质量进一步规范，同时公立医院优质医生资源流向民营医院为高质量医疗服务奠定基础，民营医疗服务市场规模有望在 2024 年 1.3 万亿元基础上进一步增长，Frost & Sullivan 预测民营医疗服务市场规模有望在 2029 年达到 2.2 万亿元（11% CAGR）。

我们认为高效优质专科医疗服务需求具备穿越周期的韧性。麦肯锡 2025 年消费意愿调研报告显示，医疗服务支出处于居民消费意愿第三名，且接近三成受访者表示将增加医疗服务支出，表明居民对医疗健康的投入重视程度不降反升。此外，我们看到优质民营专科医疗服务需求在整体宏观经济承压背景下仍然显示出抗周期的韧性，主要由于在大部分非复杂疾病场景下，医疗服务效果确定性高，因此患者对医疗服务的“效率”和“性价比”需求更为强烈，而优质民营医疗机构凭借高效就诊疗程、舒适就医环境和个性化服务体验，在常见专科项目的综合金钱时间成本优势更为明显。

当前民营医疗服务行业正处于迈向高质量发展的转型阶段，我们认为具备深厚专科能力、强大品牌效应和出色运营效率的细分赛道龙头将获益最明显。目前民营医疗服务处于转型期，从以往的粗放增长逐渐转向高质量发展。展望未来，行业整合预计将在中长期持续，且短中期有望进一步加速。我们认为具备深厚专科能力、强大品牌效应和出色运营效率的各细分赛道龙头有望在这个新发展阶段获益最明显，赢得更多市场份额。

首次覆盖爱尔眼科、固生堂、海吉亚和锦欣生殖，首选推荐爱尔眼科和固生堂。细分赛道层面，我们更看好市场空间更为广阔、受医保支付限制较少、服务标准化规范化可复制能力更强的眼科和中医诊疗。个股层

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2026 年 1 月 26 日

爱尔眼科 (300015.CH)

买入

目标价（人民币） 14.0
潜在升幅 +25%
目前股价（人民币） 11.2
52 周内股价区间（人民币） 10.9-14.7
总市值（百万人民币） 104,444

固生堂 (2273.HK)

买入

目标价（港元） 38.5
潜在升幅 +24%
目前股价（港元） 31.1
52 周内股价区间（港元） 25.5-46.5
总市值（百万港元） 7,153

海吉亚 (6078.HK)

持有

目标价（港元） 13.5
潜在升幅 -1%
目前股价（港元） 13.6
52 周内股价区间（港元） 11.3-18.4
总市值（百万港元） 8,386

锦欣生殖 (1951.HK)

持有

目标价（港元） 2.6
潜在升幅 +3%
目前股价（港元） 2.5
52 周内股价区间（港元） 2.3-3.8
总市值（百万港元） 6,944

注：截至 2026 年 1 月 21 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

浦银国际

首次覆盖

中国民营医疗服务：穿越寒冬，静待春生



面，爱尔眼科和固生堂 2025E-2027E 均有望实现约 16% CAGR 的经调整净利润增速，高于其他医疗服务提供商，且两者目前估值水平更具吸引力，均给予首选推荐和“买入”评级，目标价分别为人民币 14 元和 38.5 港元（分别对应 25%和 24%的潜在上涨空间）。此外，给予海吉亚“持有”评级，目标价 13.5 港元；给予锦欣生殖“持有”评级，目标价 2.6 港元，我们认为这两者均处于合理估值水平。

• **投资风险：**需求端持续疲软、竞争激烈、医保控费愈发趋严、重大医疗事故导致信任下跌。

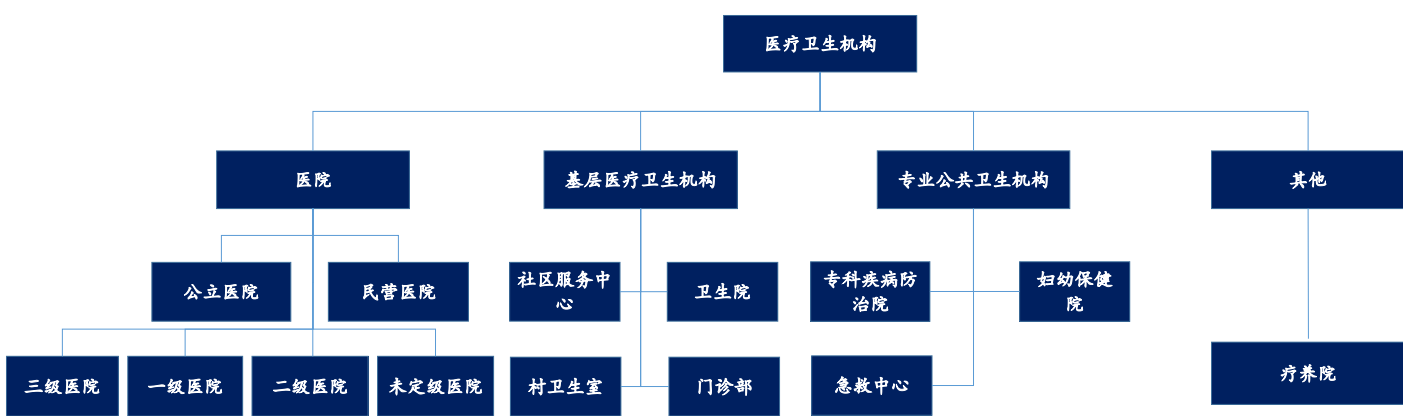
中国民营医疗服务行业：概览与现状

● 中国医疗服务行业概览：公立为主、民营补充

中国医疗服务行业 2024 年市场规模已达 7.7 万亿元。中国医疗服务行业是指由各类持牌医疗机构向居民提供疾病预防、诊断、治疗、康复及健康管理等专业卫生服务的经济活动总和。过去几十年，在人口老龄化加速、慢性病患病率上升以及居民健康意识增强的多重驱动下，中国医疗服务需求持续释放，整体行业规模（公立+民营）稳步增长至 2024 年的 7.7 万亿元，成为国民经济的重要组成部分。

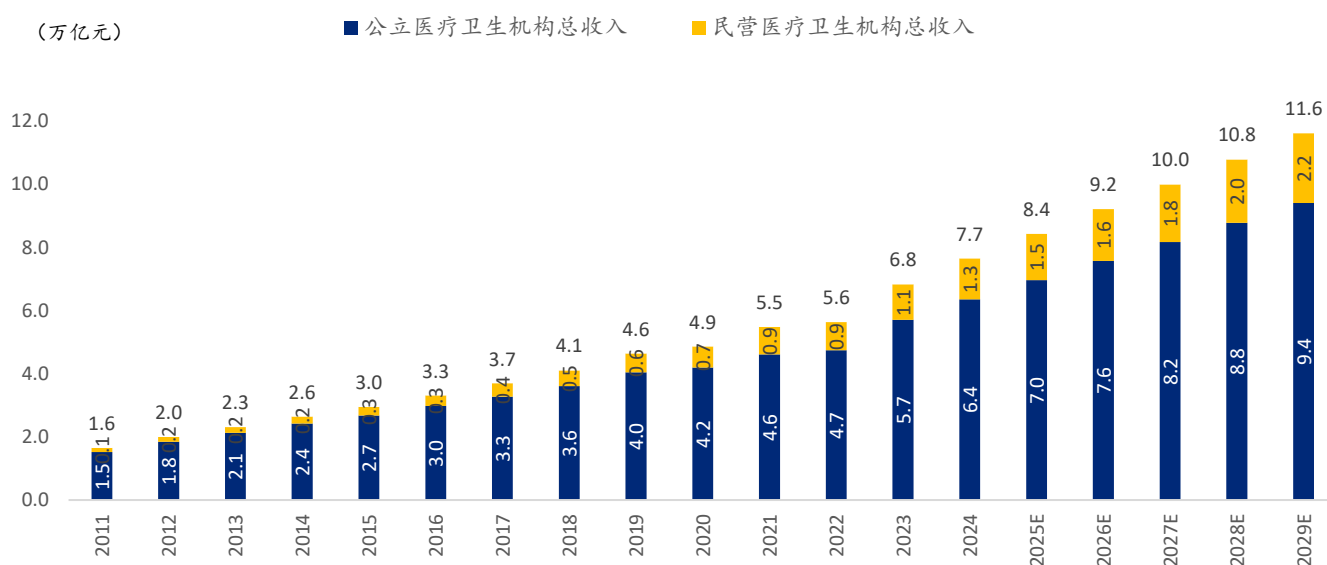
中国医疗服务体系呈现明显的“公立主导、民营补充”格局。公立医院在三级医疗机构中占据主导地位，承担着大部分疑难重症诊疗任务，而民营医疗机构则在专科医疗、高端医疗和基层医疗领域快速发展。过去十几年，政策层面不断鼓励社会办医，为民营医疗机构发展创造了良好环境。截至 2024 年末，民营医院数量已近 2.7 万家，占全国医院总数的 70%，但诊疗人次占比仍相对较低，仅为 16%。因此，在 7.7 万亿元整体医疗服务市场规模中，民营医疗服务仅占 1.3 万亿元。

图表 1：中国医疗机构层级



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、浦银国际

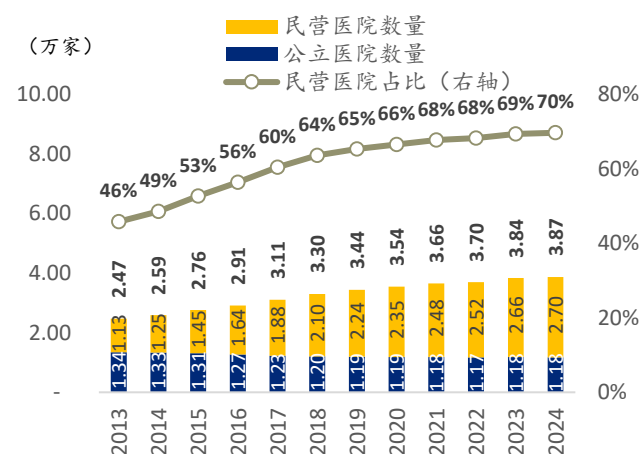
图表 2：中国医疗服务市场规模（2011-2029E）



*E=Frost & Sullivan 预测

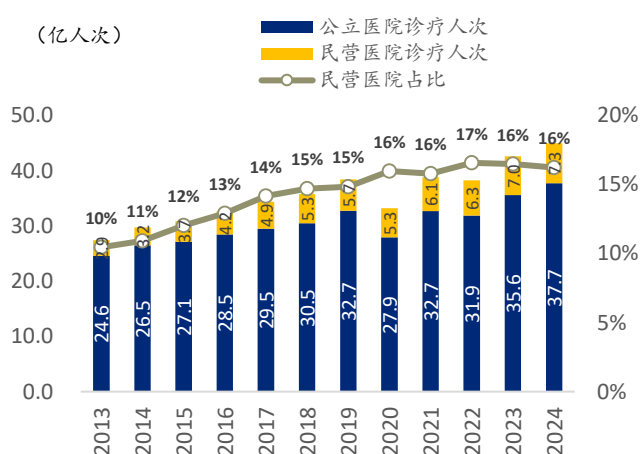
资料来源：《中国卫生统计年鉴》、Frost & Sullivan、浦银国际

图表 3：中国医院数量：民营约是公立的两倍



资料来源：《中国卫生统计年鉴》、浦银国际

图表 4：中国医院诊疗人次：民营占比不到两成



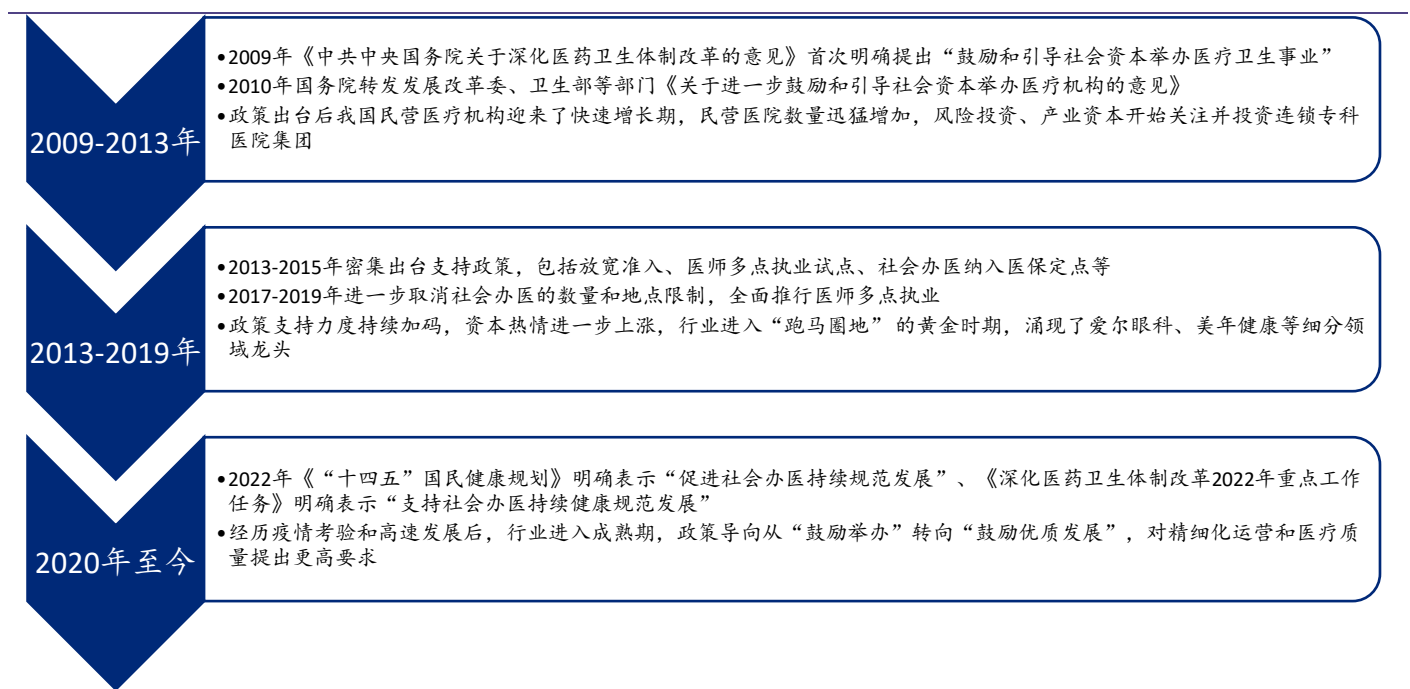
资料来源：《中国卫生统计年鉴》、浦银国际

● 中国民营医疗服务行业发展历史

自 2009 年《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》(即“新医改方案”)首次明确提出“鼓励和引导社会资本举办医疗卫生事业”之后,中国开始推出一系列的政策支持社会办医,包括 2010 年《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》,2013-2015 年密集出台支持政策,包括放宽准入、医师多点执业试点、社会办医纳入医保定点等,2015 年国务院发文明确社会办医与公立医院享受同等政策待遇,2017-2019 年进一步取消社会办医的数量和地点限制,全面推开医师多点执业。

因此,自 2009 年后,民营医疗服务行业至今经历了三个阶段:(1) 2009--2013 年,行业迎来快速增长期,民营医院数量迅猛增加,风险投资、产业资本开始关注并投资连锁专科医院集团(例如爱尔眼科、通策医疗等上市公司开始通过资本力量进行扩张);(2) 2013-2019 年,政策支持力度持续加码,资本热情进一步上涨,行业进入“跑马圈地”的黄金时期,涌现了爱尔眼科、美年健康等细分领域的龙头;(3) 自 2020 年开始,经历疫情考验和高速发展后,行业逐渐进入成熟期,政策导向从“鼓励举办”转向“鼓励优质发展”,对精细化运营和医疗质量提出更高要求。

图表 5: 自 2009 年“新医改方案”推出后,中国民营医疗服务行业至今已经历三个阶段



资料来源:《中国卫生健康统计年鉴》、国务院网站、浦银国际

图表 6：国家层面支持社会办医的主要政策

发布日期	政策名称	重点内容
2009 年 3 月	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充，公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展。明确提出鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业，形成多元办医体制。
2010 年 11 月	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，消除政策障碍，确保非公立医疗机构在准入、执业等方面与公立医疗机构享受同等待遇，并落实价格、税收、医保定点、土地等优惠政策。
2012 年 3 月	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》	提出到 2015 年，非公立医疗机构床位和服务量达到总量的 20% 左右。要求新增医疗卫生资源优先考虑社会资本，鼓励参与公立医院改制重组。
2013 年 9 月	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	将社会办医纳入健康服务业发展大局。提出到 2020 年健康服务业总规模达到 8 万亿元以上。放宽市场准入，凡法律法规未明令禁入的领域都向社会资本开放。
2015 年 6 月	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	聚焦落地措施。进一步放宽准入、拓宽投融资渠道、促进资源流动和共享。明确为社会办医预留空间。
2019 年 1 月	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，建立专业协作团队为居民提供医疗、公共卫生、健康管理等签约服务。支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励有实力的社会办医疗机构瞄准医学前沿，组建优势学科团队，提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。督促各地落实社会办医疗机构跨部门全流程综合审批指引，精简优化审批流程。
2019 年 6 月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	提出 6 条意见：1) 加大政府支持社会办医力度；2) 推进“放管服”，简化准入审批服务；3) 公立医疗机构与社会办医分工合作；4) 优化运营管理服务；5) 完善医疗保险支持政策；6) 完善综合监管体系。
2019 年 12 月	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	基本医疗服务主要由政府举办的医疗卫生机构提供。鼓励社会力量举办的医疗卫生机构提供基本医疗服务。县级以上地方人民政府根据本行政区域医疗卫生需求，整合区域内政府举办的医疗卫生资源，因地制宜建立医疗联合体等协同联动的医疗服务合作机制。鼓励社会力量举办的医疗卫生机构参与医疗服务合作机制。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。
2021 年 6 月	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	积极支持社会办医发展，优化支持国有企业办医疗机构发展，社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2021 年 8 月	《深化医疗服务价格改革试点方案》	坚持公立医疗机构公益属性，建立合理补偿机制；非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策。
2022 年 4 月	《“十四五”国民健康规划》	推动医药工业创新发展，促进高端医疗装备和健康用品制造生产，促进社会办医持续规范发展，增加商业健康保险供给，推进健康相关业态融合发展。
2022 年 5 月	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。
2023 年 2 月	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	提出鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务，并参与承接政府购买公共卫生服务。
2023 年 3 月	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	提出支持社会力量举办等方式，增加康复、护理等专科医疗机构数量，完善接续性服务体系，且社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体。

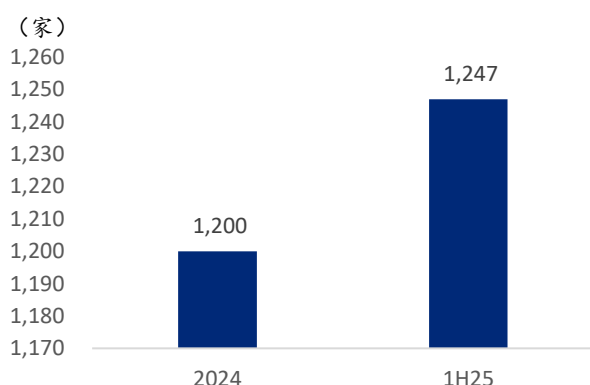
资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、浦银国际

● 中国民营医疗发展现状：迈向高质量发展的转型期

尽管民营医疗服务机构已占全国医院总数七成，但诊疗人次仅占不到两成。截至 2024 年末，全国民营医院数量已近 2.7 万家，占医院总数的 70%；但其诊疗人次仅占医院诊疗人次 16%。“数量多、服务占比低”的结构性特征，反映出整体民营医疗机构在医疗资源配置中的效率及市场认可度仍有待进一步提升。当前，中国民营医疗服务行业正经历转型期，即从过去以数量扩张为主的“量的增长”逐步转向提升医疗服务质量、优化患者体验为核心的“质的升级”。

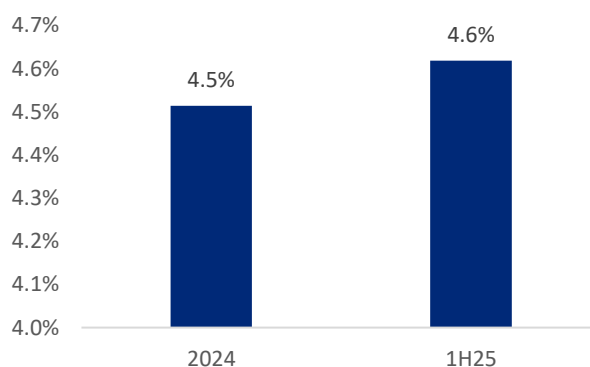
目前中国民营医疗服务行业整体增长速度有所放缓，两极分化趋势愈发明显。一方面，具备标准化临床路径、高效运营体系和品牌认知度的头部企业，在各自细分赛道持续实现稳健增长，市场份额稳步提升，进一步提升竞争实力和巩固市场地位。另一方面，大量竞争实力较弱的中小民营机构由于受到人才短缺、运营成本高、运营不规范、DRG/DIP 控费改革等因素制约，收入和盈利承压，相继退出市场。

图表 7：民营医院关停数量



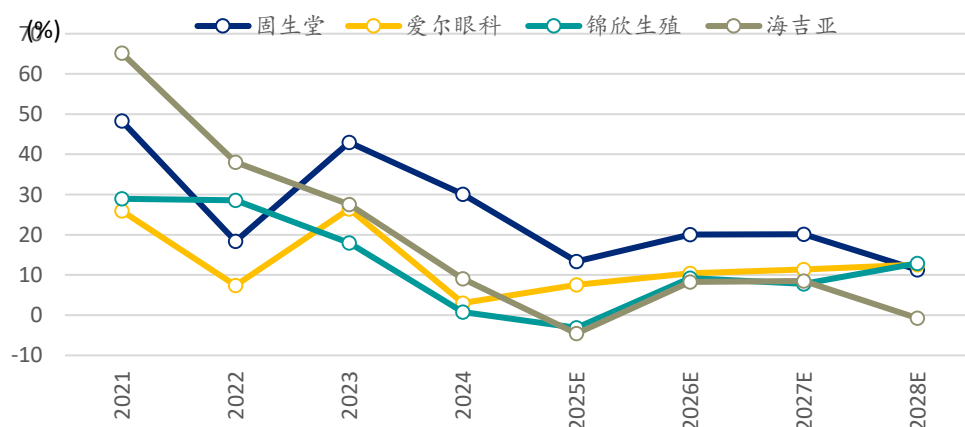
资料来源：投资界、浦银国际

图表 8：民营医院关停率



注：关停率按当期关停数量除以年初民营医院数量计算；
资料来源：投资界、浦银国际

图表 9：头部民营医院收入增速（2021-2028E）

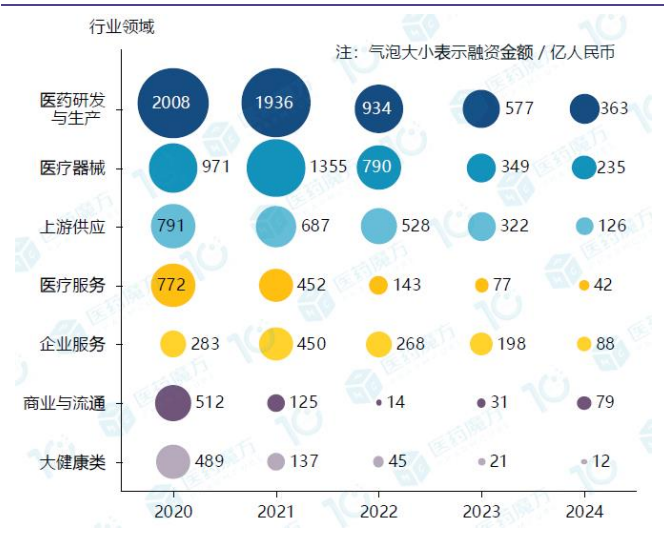


E=Bloomberg 预测；资料来源：Bloomberg、浦银国际

由于在综合全科领域难以与公立医院抗衡，民营医院往往选择专科化发展。成功的专科往往具备三个共性特征：临床路径高度可标准化、治疗结果高度可预期以及患者支付意愿明确（无论是出于刚性需求还是消费升级的原因）。这些特性使得民营机构能够在有限资源下，构建可复制的服务模型，并通过品牌积累形成患者信任，从而在特定领域建立可持续的竞争优势。

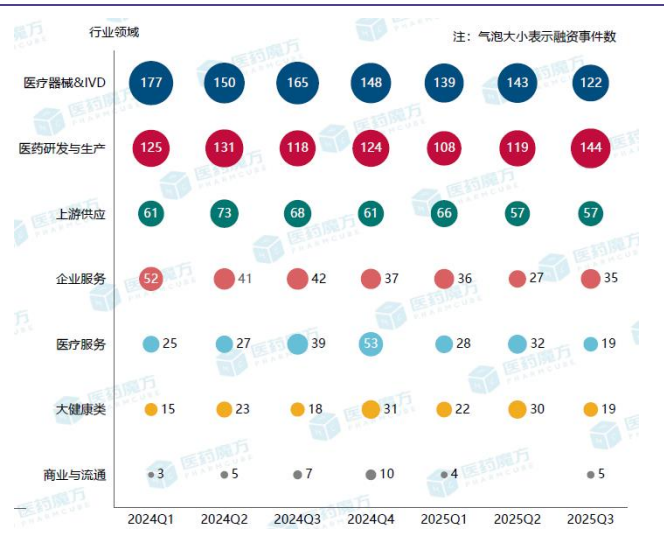
近年来，资本对医院资产的态度趋于谨慎。根据医药魔方数据，2024 年医疗服务领域融资金额占医疗健康领域整体融资金额比例为 4.4%（vs 2022 年占比 5.3%）。此外，2025 年前三季度中国医疗服务领域一级市场融资事件仅 79 起，较 2024 年同期下降 13%。除了投融资事件数的减少，医疗服务并购估值中枢亦有所下移，部分资产选择折价出售，甚至出现了出售困难情况（例如，[江苏宿迁儿童医院拍卖价缩水九成](#)，[山东鲁西南医院再次流拍](#)）。

图表 10：中国医疗健康领域细分赛道融资金额



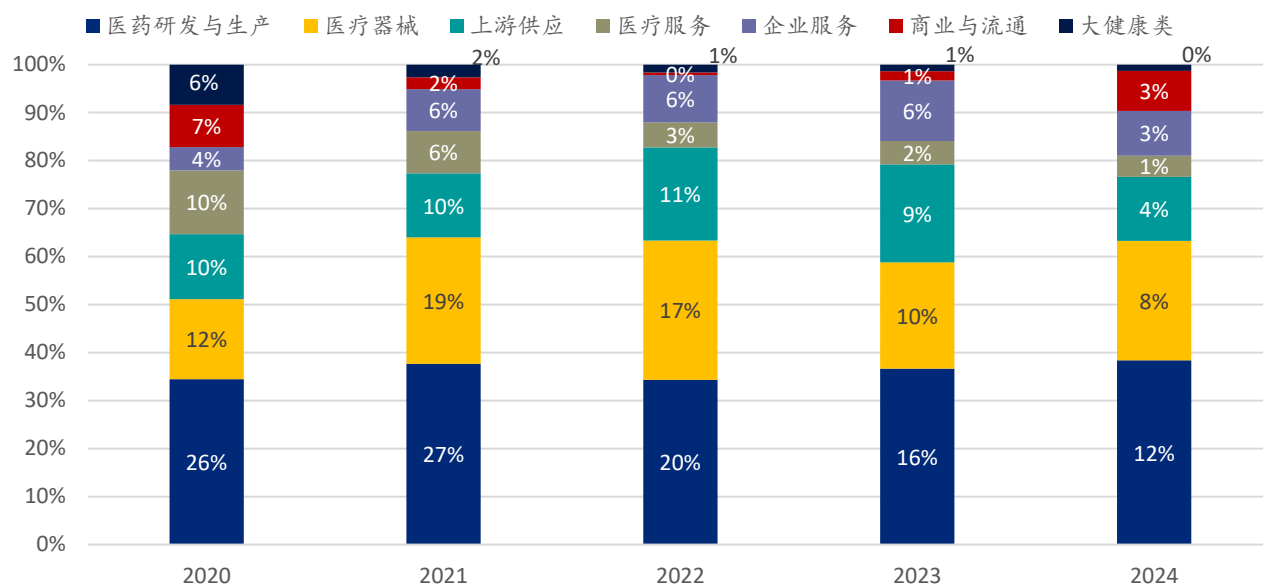
资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 11：中国医疗健康领域细分赛道一级市场融资事件数



资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 12：中国医疗健康细分行业一级市场融资金额分布（2020-2024）



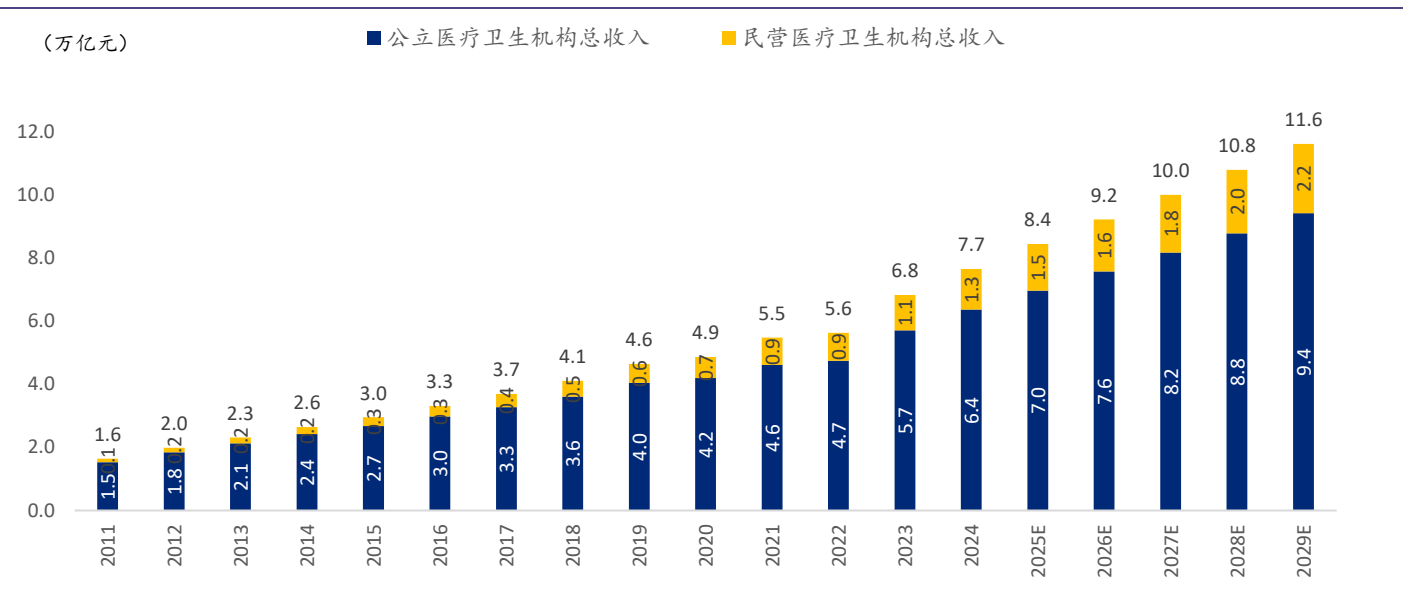
资料来源：医药魔方、浦银国际

资本的逐渐理性或为产业龙头创造了难得的并购机遇。随着中小机构因现金流压力主动寻求退出，优质区域标的的收购成本大幅降低。对于拥有稳定经营性现金流、成熟管理体系和品牌溢价的头部企业而言，当前正是以合理价格整合区域资源、优化网络布局、提升市场份额的关键窗口期。值得注意的是，龙头企业已转向更精准的整合，即更关注标的的专科协同性、医生团队稳定性与本地口碑，而非单纯追求床位或收入规模。这种基于价值判断的审慎整合，有望在行业出清过程中进一步拉大龙头与中小玩家的差距。

需求端、供给端、支付端共同推动医疗服务行业持续增长

如前所述，2024 年中国民营医疗服务市场规模约 1.3 万亿元，根据 Frost & Sullivan 预测，2029 年有望达到 2.2 万亿元，对应年复合增长率达 11%。我们认为需求端的结构性变化、供给端的制度与技术进步，以及支付体系的多元化仍将在未来共同驱动中国民营医疗服务行业的成长。

图表 13：中国医疗服务市场规模



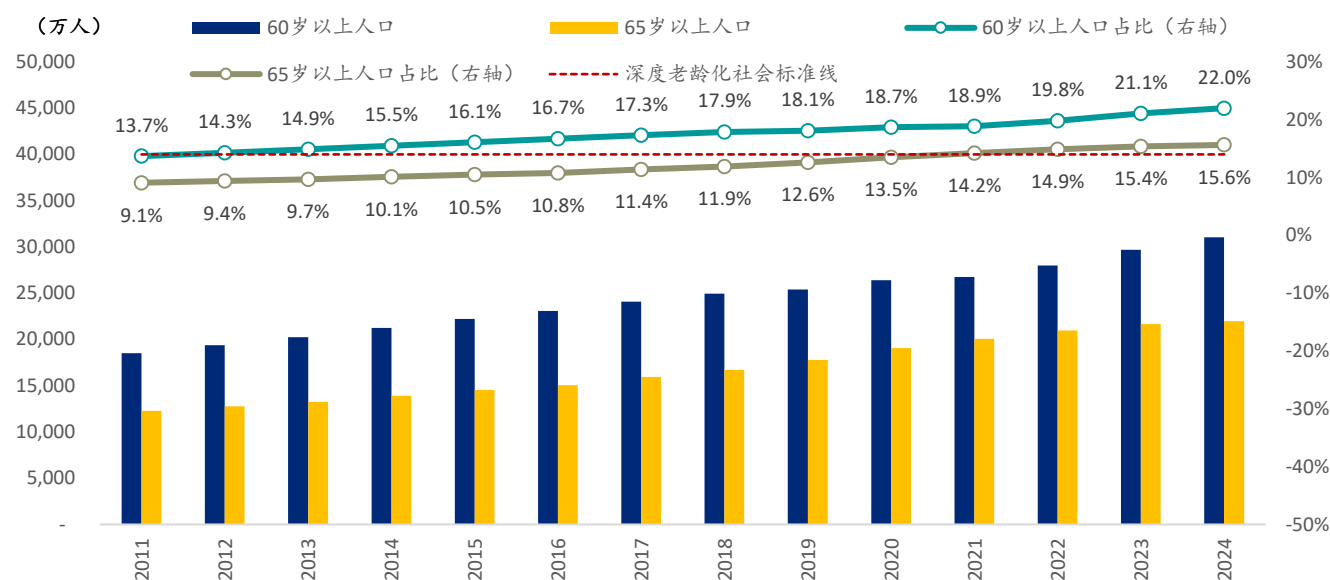
*E=Frost & Sullivan 预测

资料来源：《中国卫生统计年鉴》、Frost & Sullivan、浦银国际

● 需求端：人口老龄化加剧、健康观念升级双重驱动

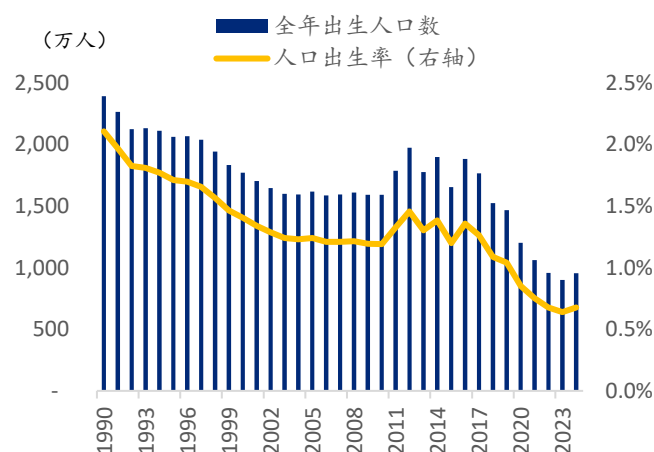
一方面，人口老龄化加速使得医疗刚性需求持续释放。根据国家统计局数据，2024 年中国 60 岁及以上人口已达到 3.1 亿人，占全国人口的 22%，其中 65 岁及以上人口达到 2.2 亿人，占比 15.6%，超过 14% 的深度老龄化社会标准线。相比之下，2011 年 65 岁及以上人口占比仅为 9.1%，60 岁以上人口占比仅为 13.7%。过去十几年老龄人口的不断增长有力推动了医疗服务行业的发展。展望未来，根据 [国家卫健委](#) 预测，到 2035 年左右，60 岁及以上老年人口将突破 4 亿，占比超 30%，进入超高龄社会，到 2050 年左右，中国老年人口规模和比重将达到峰值。

图表 14：中国 60 岁及 65 岁以上人口



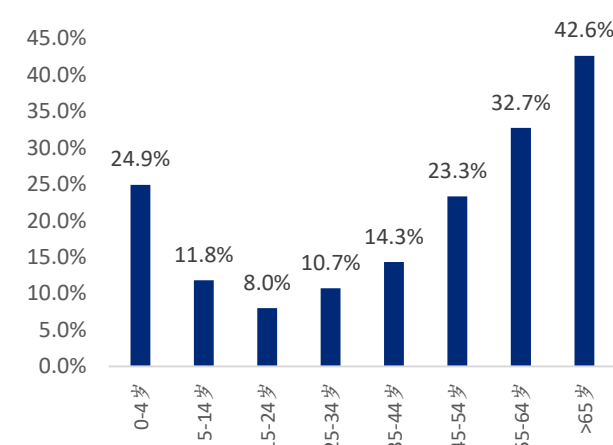
资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 15：中国人口出生数及出生率



资料来源：国家统计局、浦银国际

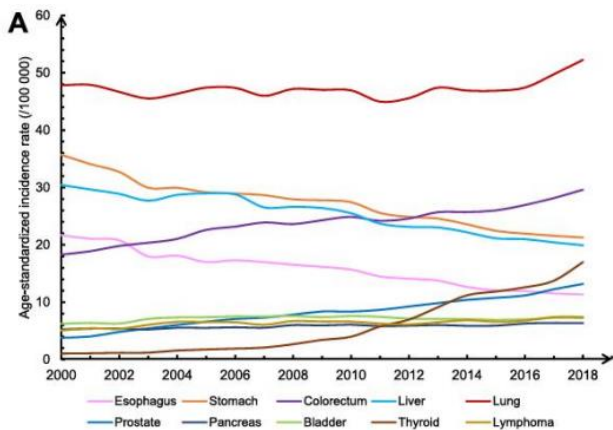
图表 16：各年龄段双周诊断率（2018 年）



资料来源：国家统计局、浦银国际

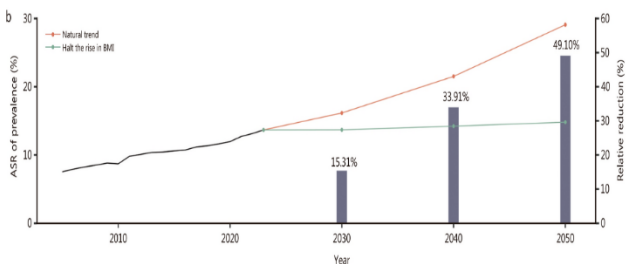
此外，重大及慢性非传染性疾病负担日益沉重亦加大了对医疗服务的刚性需求。肿瘤作为重大疾病之首，多个肿瘤类型发病率在 2000-2018 年间呈现上升趋势。此外，就慢性疾病而言，高血压患病率从 2012-2015 年的 23.2% 提升至 2021-2022 年的 31.6%，2024 年全国约有 2.7 亿高血压患者。糖尿病患病率亦从 2005 年的 7.53% 上升至 2023 年的 13.7%，2023 年全国约有 2.3 亿糖尿病患者。此外，中国不孕不育率已从 2007 年的 12% 上升至 2020 年的 17%。艾瑞咨询预测中国不孕不育率已于 2023 年进一步提升至 18%。2023 年儿童青少年总体近视率为 52.7%，且近视高发年龄段已从 8-12 岁提前至 6-10 岁，呈现出发病越来越早、度数越来越深和近视率居高不下等三大特点。

图表 17：2000-2018 年中国男性部分癌症发病率趋势



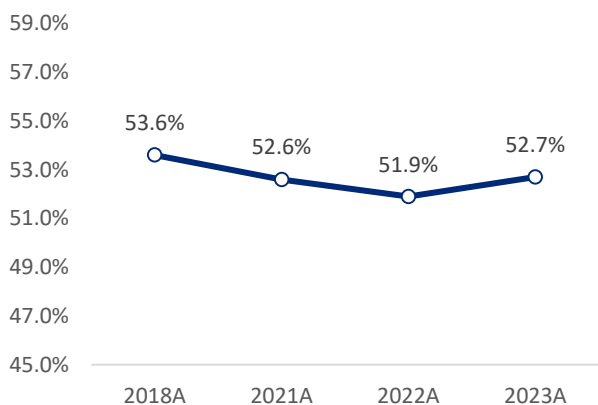
资料来源：Han B, Zheng R, et al. Cancer incidence and mortality in China, 2022. *J Natl Cancer Cent.*、浦银国际

图表 19：中国糖尿病患病率



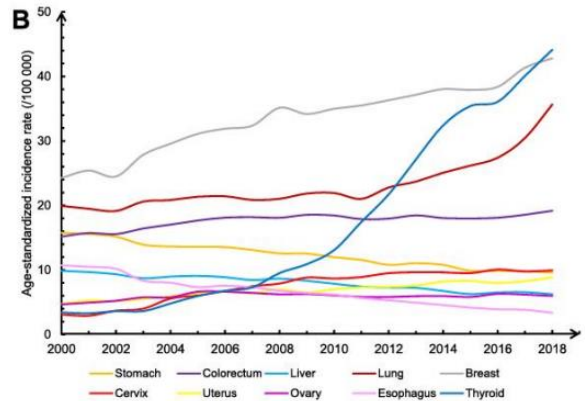
资料来源：Zhou, YC., Liu, JM., Zhao, ZP. et al. The national and provincial prevalence and non-fatal burdens of diabetes in China from 2005 to 2023 with projections of prevalence to 2050. *Military Med Res* 12, 28 (2025).、浦银国际

图表 21：儿童青少年近视率变化



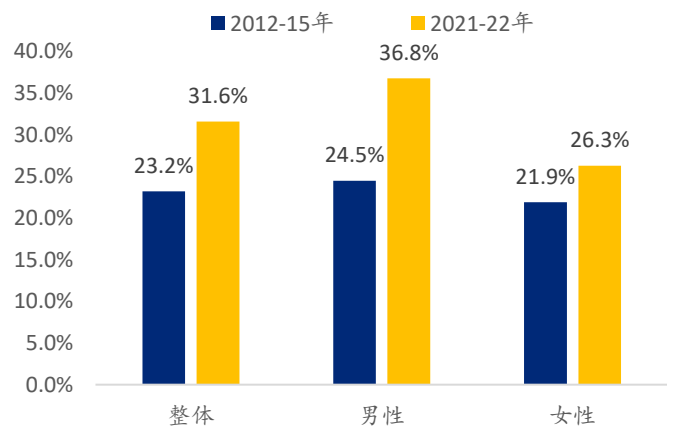
资料来源：国家卫健委、艾瑞咨询、浦银国际

图表 18：2000-2018 年中国女性部分癌症发病率趋势



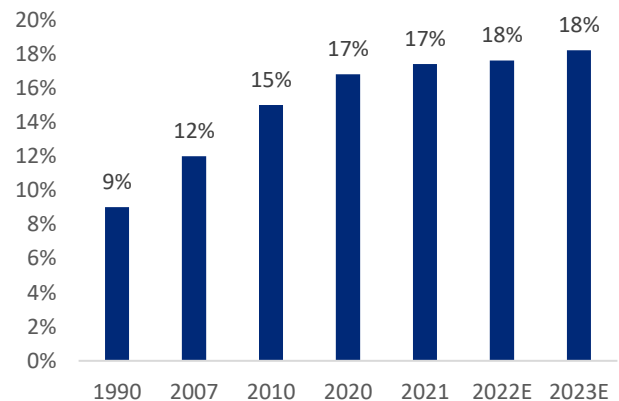
资料来源：Han B, Zheng R, et al. Cancer incidence and mortality in China, 2022. *J Natl Cancer Cent.*、浦银国际

图表 20：中国高血压患病率



资料来源：Cao X, Wang X, Tian Y, Tuerdi N, Zheng C, Li W, Pei X, Li F, Chang C, Yang J, Jia Q, Zhang Z, Chockalingam A, Wang Z; Cardiovascular Disease and Risk Factors Surveillance Investigators. Trends and sociodemographic patterns in hypertension prevalence and treatment in China. *Med.* 2025 Nov 14;6(11):100808.、浦银国际

图表 22：中国不孕不育率

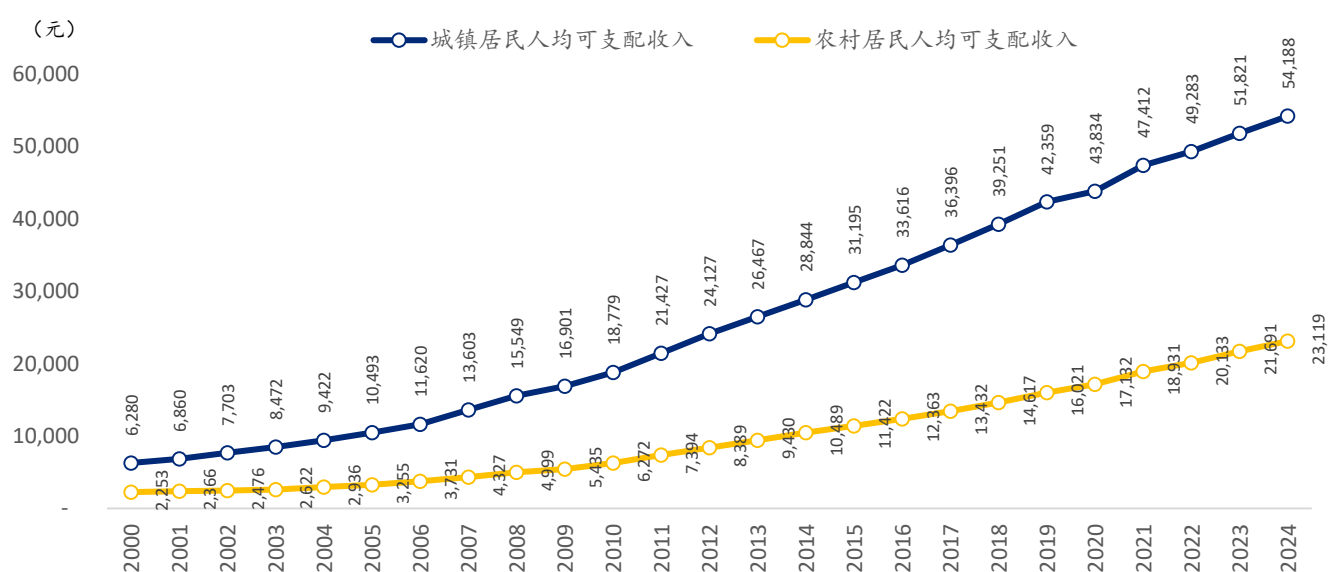


E=艾瑞咨询预测

资料来源：《中国不孕不育现状调研报告》，国家卫健委、艾瑞咨询、浦银国际

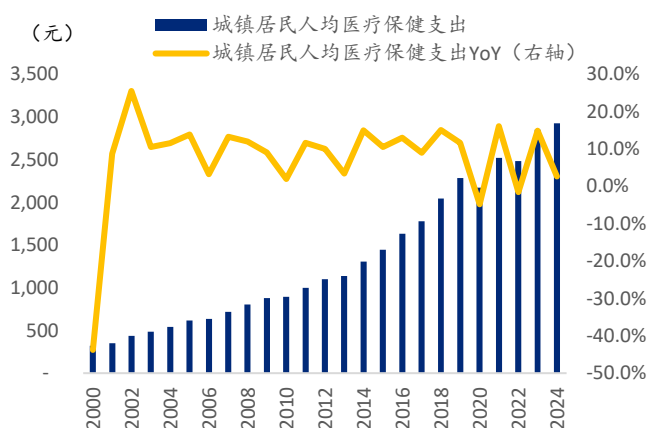
另一方面，随着中国人均可支配收入的增长，人均医疗保险支出亦明显增长。2024 年中国城镇和农村居民人均可支配收入分别是 2004 年的 6 倍和 8 倍，而城镇和农村居民人均医疗保健支出分别是 2004 年的 5 倍和 15 倍，增长更为明显。尽管在过去 20 年间，中国人均医疗保健支出增长迅猛，但对比其他国家，中国仍然明显落后于美国、瑞士、英国、法国、新加坡、日本、意大利等发达国家。

图表 23：城镇居民、农村居民人均可支配收入



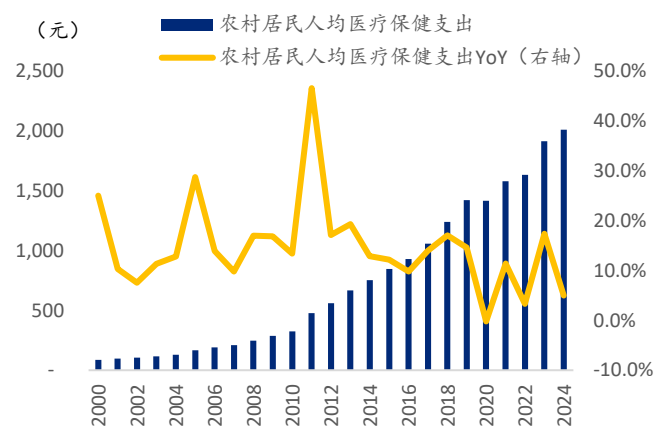
资料来源：国家统计局、Frost & Sullivan、浦银国际

图表 24：城镇居民人均医疗保健支出



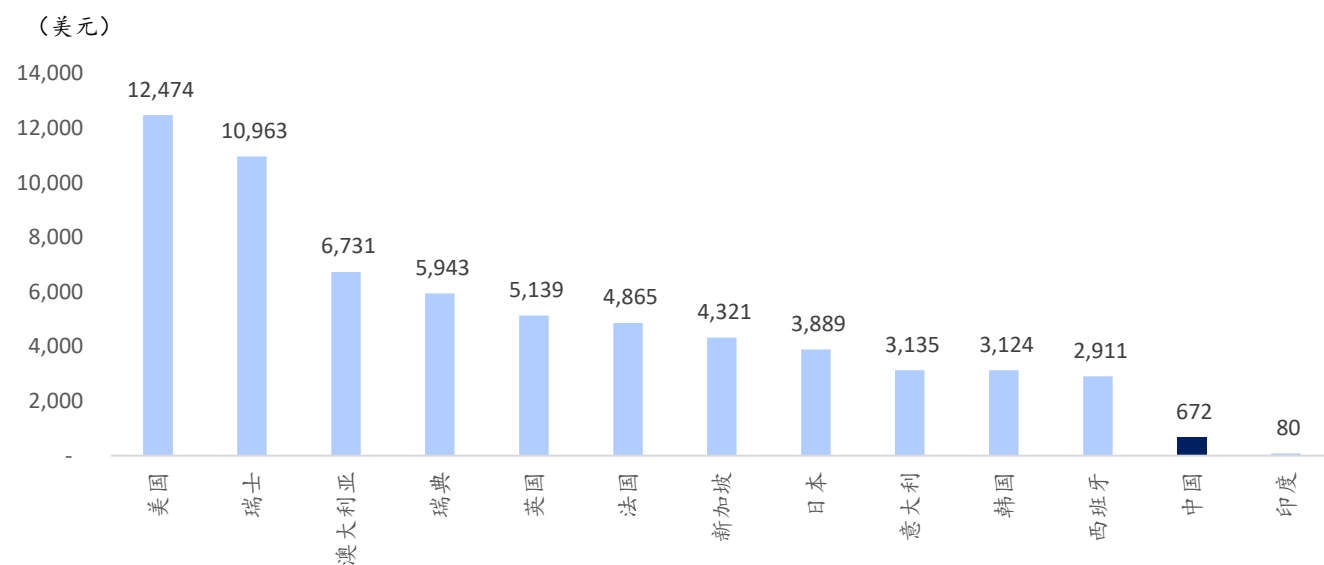
资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 25：农村居民人均医疗保健支出



资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 26：各国人均医疗卫生支出（2022 年）

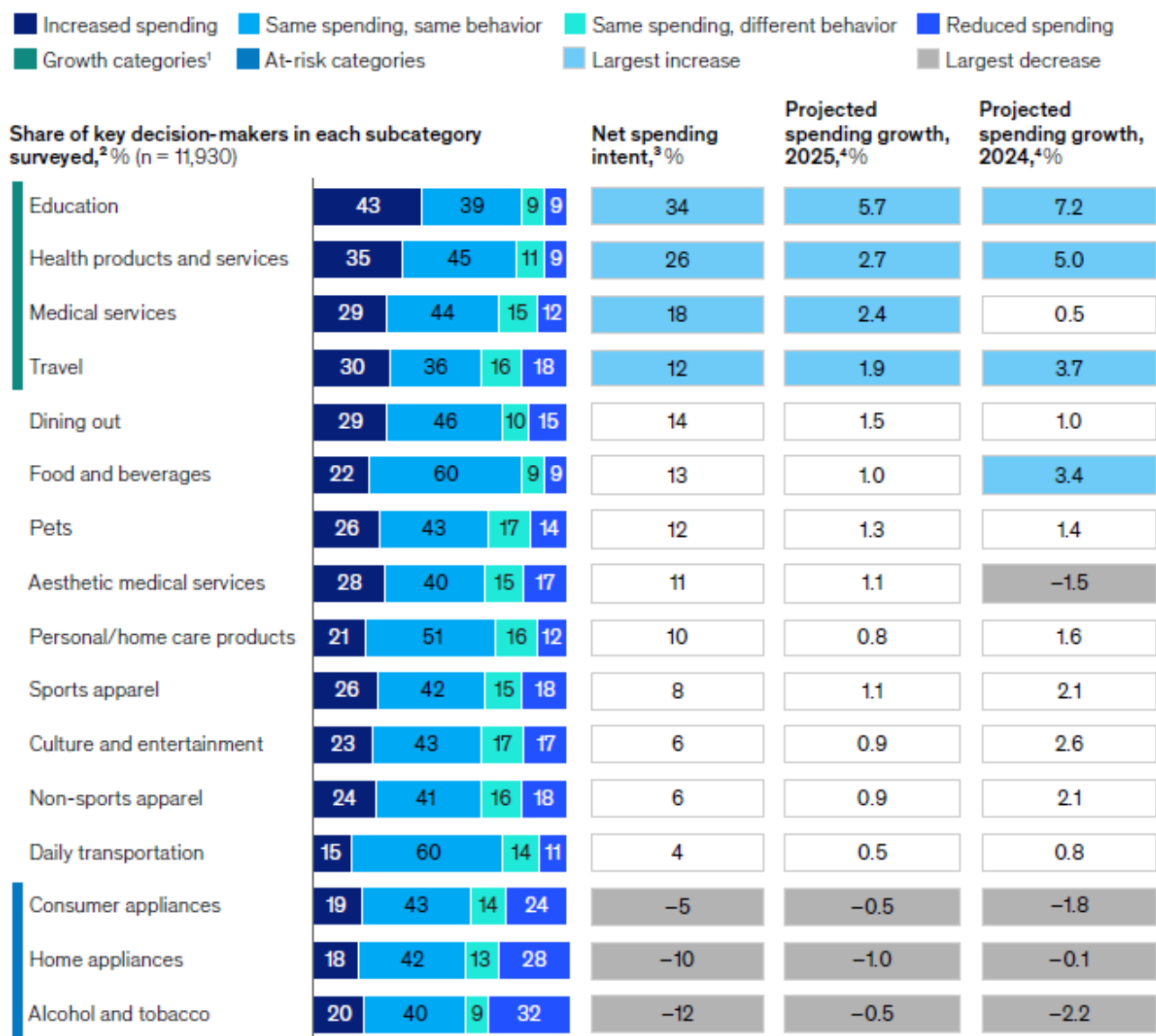


资料来源：世界银行、国家卫健委、iFinD、浦银国际

此外，随着经济的发展，人们的卫生健康管理意识不断提升，尤其是新冠疫情的爆发更是加速提高了人们对健康管理的重视，因此健康消费理念也不断增强。根据[麦肯锡 2025 年消费意愿调研报告](#)显示，医疗服务支出处于居民消费意愿第三名，且接近三成受访者表示将增加医疗服务支出。

图表 27：2025 年麦肯锡调研报告显示：医疗服务已上升为中国居民计划增加支出的前三大领域之一

Spending metrics in China

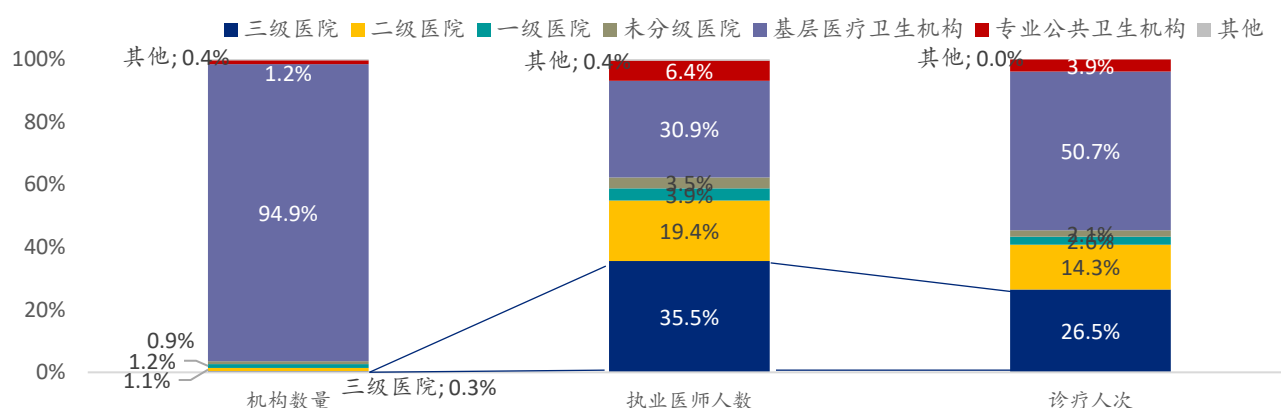


注：1) “Growth categories”指预期支出增长率高于平均水平的品类；2) 调查问卷问题为在“未来12个月内，您预计您家庭在以下各类别上的支出将如何变化？”；3) Net spending intent 计算方式为未来12个月计划增加支出的消费者比例减去减少支出的消费者比例；4) 基于目前实际消费者支出和预计未来12个月消费者预计支出进行计算；
资料来源：麦肯锡、浦银国际

● 供给端：医生多点执业、技术创新为需求落地提供了可行性

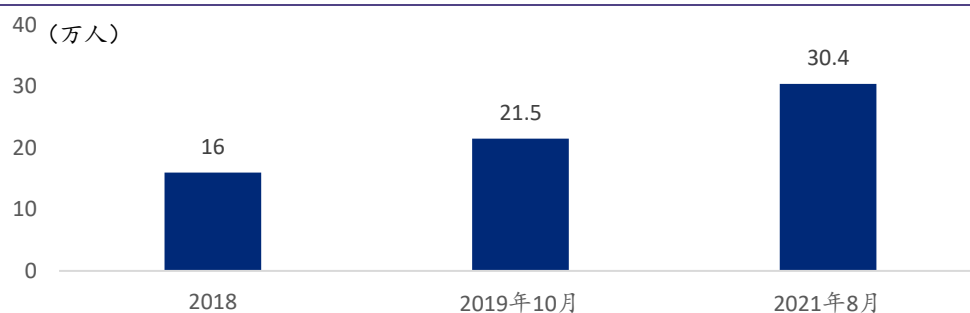
长期以来，优质医生资源高度集中于公立医院体系，严重制约了社会办医的服务能力及患者信任度。近十多年来，政策层面持续松绑，医师多点执业制度取得实质性突破。国家卫健委数据显示，截至 2021 年 8 月，全国完成多点执业备案的医师人数已超过 30 万（vs. 2018 年 16 万），多地通过“区域注册”、“线上备案”等方式简化流程，有效促进了专家资源向民营专科机构流动。

图表 28：中国医疗资源主要集中在公立三甲——全国三级医院数量仅占 0.3%，但集中了 35.5% 医师资源、承担了 26.5% 诊疗人次（2022 年）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、浦银国际

图表 29：医师多点执业备案人数



资料来源：国家卫健委、浦银国际

与此同时，供给端技术进步与升级也进一步提升了民营机构提供高质量、可复制的医疗服务能力。例如，日间手术的普及使得屈光矫正、部分肿瘤治疗等项目实现“当日入院、当日出院”，大幅降低患者时间成本与医院床位压力。互联网医疗平台则通过精准导流，帮助专科机构高效触达目标患者群体。人工智能在眼底筛查、中医辨证等场景的应用，则提升了诊疗的一致性与标准化水平。

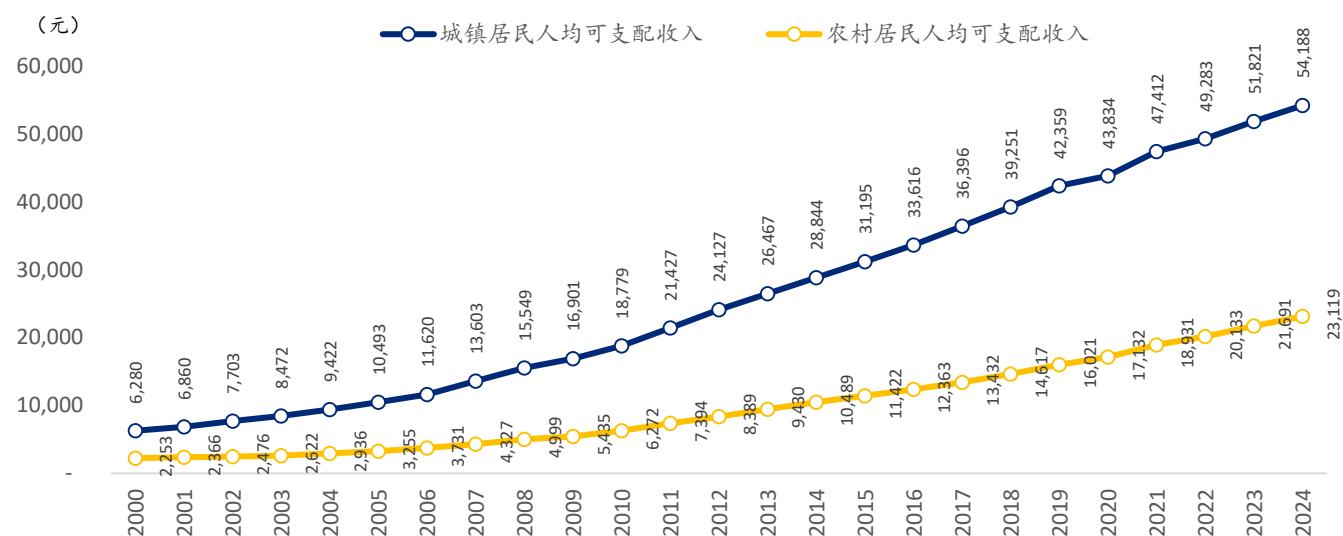
● 支付端：多元支付模式逐渐显现

在支付维度，行业正逐步摆脱对单一自费来源的依赖，迈向个人自费、医保支付以及商业健康险支付的多元支付协同的新阶段。

- 个人自费仍是民营医疗服务行业的主要支付方式，主要集中在眼科、口腔、医美等消费属性较强的专科、高端医疗及国际医疗（同时依赖商保和自费支付）。
- 在获得医保定点资质的民营综合医院和部分专科医院，医保支付占比亦在逐步提升。对于医保覆盖的诊疗项目（例如：白内障手术、部分中医诊疗项目、肿瘤放化疗、辅助生殖部分环节），医保定点民营机构可直接收到来自医保基金的支付。
- 此外，商业健康险支付虽然占比较小，但增长迅速，已成为近年来重要的增量支付来源，尤其是在中高端医疗服务领域。根据[国家金融监督管理总局数据](#)，2025 年上半年健康险原保险保费收入已持续上升至 6,223 亿元，预计全年将实现万亿出头的规模。长期来看，我们认为商业健康险的发展可为民营医疗带来多重利好，包括拓宽支付来源，降低对自费依赖，增强收入稳定性；提升中高端医疗服务需求，支撑客单价和盈利能力；促进差异化竞争，推动民营医疗向高品质服务转型；同时商保合作有助于客户获取和品牌建设，形成良性发展循环。

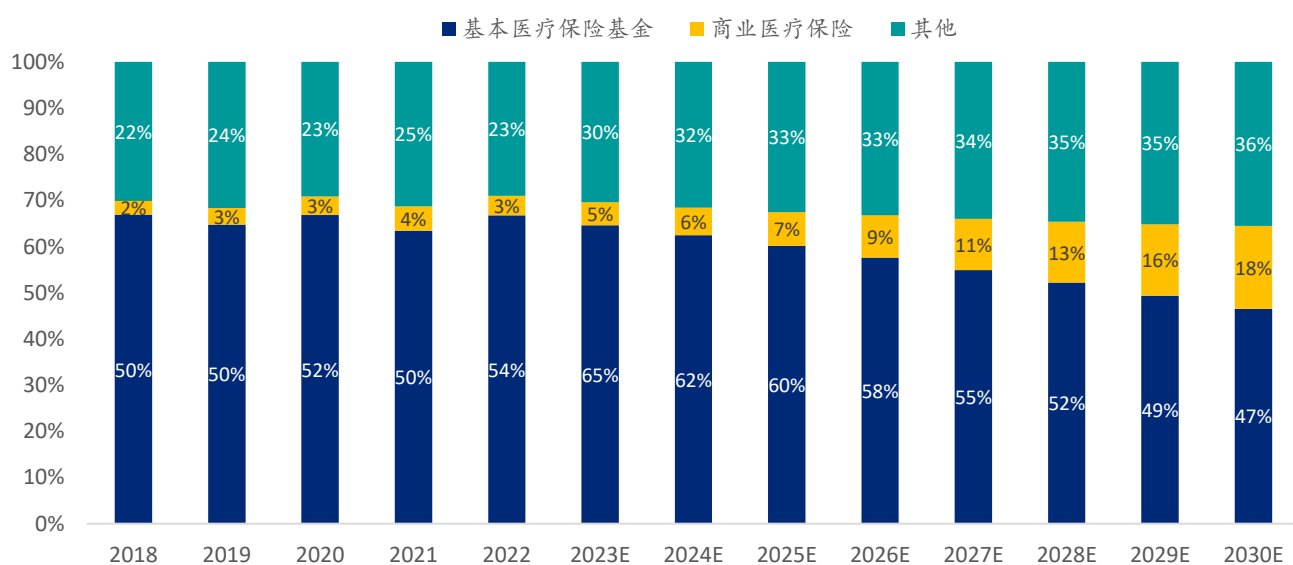
展望未来，随着多层次医疗保障体系建设推进和商业健康险渗透率提升，民营医疗的支付端结构有望持续优化，支付能力和稳定性将逐步增强，为行业长期发展提供坚实基础。

图表 30：人均可支配收入不断提升为民营医疗服务支付奠定了稳定的基础



资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 31：按支付渠道划分的中国医疗开支



E= Frost & Sullivan 预测

资料来源：国家卫健委、Frost & Sullivan、浦银国际

图表 32：国家支持商业健康保险发展的政策

政策名	发布日期	核心内容
《“十四五”全民医疗保障规划》	2021 年 9 月	- 明确要健全多层次医疗保障制度体系，鼓励发展商业健康保险。 - 支持开发与基本医疗保险相衔接的商业健康保险产品。 - 为商业健康保险在“十四五”期间的发展提供了顶层设计和方向指引。
《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》	2024 年 9 月	- 扩大健康保险覆盖面，丰富商业医疗保险产品形式。 - 将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入保障范围，发展商业长期护理保险。 - 鼓励开发面向老年人、慢病患者等群体的保险产品，探索医保商保信息平台交互。
《关于推动城市商业医疗保险高质量发展的通知》	2025 年 7 月	- 强调“惠民保”业务需突出普惠定位，遵循商业保险规律，坚持差异化精准定价。 - 要求基于年龄、健康状况等因素进行责任分级或费率分组，提升定价公平性。 - 明确反对低价无序竞争和垄断行为，保障业务可持续发展
《2025 年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》	2025 年 7 月	- 首次设立“商业健康保险创新药品目录”，与基本医保目录形成互补。 - 明确商保目录聚焦创新程度高、暂未纳入医保的药品，由商保专家组独立评审。 - 为企业提供双向申报通道，医保谈判未成功的药品可转入商保目录协商。
《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》	2025 年 9 月	- 对商业医疗保险、商业长期护理保险、失能收入损失保险、疾病保险四大类险种明确发展重点，支持分红型长期健康保险。 - 构建“事前预防、事中管理、事后保障”的健康服务保障体系，推动与健康管理融合。 - 支持健康保险对创新药械进行更灵活有效的支付，探索按疗效付费等模式。

资料来源：国务院、国家卫健委、国家医保局、国家金融监督管理总局、浦银国际

图表 33：部分商业保险机构与民营医院合作案例

商业保险公司	合作案例
平安健康险	固生堂与平安健康险合作，固生堂为平安健康险客户提供定制化中医服务，在 B 端企业客户服务上实现了开拓。此外，固生堂还与平安健康达成合作，固生堂知名中医师将不定期到平安健康（检测）中心驻点，为 VIP 客户提供健康问诊、体质辨识、养生咨询等服务，并为客户出具个性化的健康诊疗和综合调养方案，从而形成“健康检查-预防-治疗-康复”全流程闭环的健康管理模式。
万欣和	通过自建医疗资源，万欣和的保单客户可在全国 200 家左右医院实现直付。
安盛	安盛智选住院商保计划覆盖 180 家左右直付医院的医疗网络。
招商信诺	自 2009 年至今，国内签约医院已超过 800 家。
保柏	与复星健康、柏盛健康、大湾区医疗集团和中山陈星海中西医结合医院合作，为会员在中国华南地区提供多元化的顶尖医疗服务，包括住院和门诊服务。
泰康	泰康养老与爱尔眼科进行合作，双方合作模式战略中包括：线上健康咨询、健康评估及指导、就医绿色通道等一系列服务计划。多项服务内容不仅能够为用户提供便捷、精准的咨询服务，还能为用户量身定制周全的就诊计划，让用户享受极致的就医体验。

资料来源：医药魔方、网易、浦银国际

监管重心从过去鼓励扩张转向注重规范与质量发展

目前中国民营医疗行业的政策环境已告别过去相对宽松的鼓励阶段，转向更加注重规范和质量的发展阶段，主要体现在以下三个方面：(1) 医保支付监管要求细化，包括 DRG/DIP 支付改革升级至 2.0 版本、医保智能监控系统全面上线、病案质控标准显著提高等措施。这些对民营医疗机构的运营管理、财务规范性和成本控制能力提出了更高要求。运营效率较低，过度依赖医保收入的机构面临较大经营压力。(2) 国家监管部门对民营医疗乱象的整治。过去十几年，随着民营医疗机构数量快速增长，部分机构出现了服务质量参差不齐、过度医疗、虚假宣传、乱收费等问题，损害了患者权益，也扰乱了市场秩序。自 2019 年以来，国家监管部门多次针对民营医疗领域的乱象进行整治。(3) 部分自贸试验区开始试点放开外商独资医院准入限制，引入国际医疗服务供给，在一定程度上推动了行业竞争和服务标准提升。这种政策调整反映出监管导向从鼓励行业扩张转向强调发展质量，因此行业目前亦处于从数量增长向质量提升的转型过程。

● 以 DRG/DIP 2.0 为核心的医保基金监管要求细化

作为中国医保控费和提升医疗效率的核心政策工具，DRG/DIP 支付改革从原先的按项目付费转向按病种付费，对民营医院运营产生了深远的影响。

DRG/DIP 1.0 阶段主要在 2021-2024 年间推广实施。其核心逻辑是将疾病按照诊断和治疗的相似性分组，医保按照预设的病组价格进行打包支付，而非按照医院实际发生的每一项检查、药品、耗材分别付费。在这种机制下，医院如果能够以低于医保支付标准的成本完成治疗，就能获得结余，反之则需要自行承担超支部分。对民营医院而言，这一阶段的影响相对温和。由于病种分组尚不够精细，支付标准相对宽松，医院仍有一定操作空间通过优化编码选择、调整治疗方案等方式适应规则。部分病种结构简单、治疗路径清晰的专科医院，如白内障手术为主的眼科医院，甚至因为成本控制能力较强而从中获益。

2024 年 7 月 DRG/DIP2.0 的发布（国家医保局要求 2024 年新开展 DRG/DIP 付费的统筹地区直接使用 2.0 版分组，已经开展的应在 2024 年 12 月 31 日前完成切换准备工作），标志着医药支付监管进入更加精细化的阶段。主要变化体现在几个关键维度：

- 分组精细化程度大幅提升，医院难以通过简单编码优化提高收入，必须真实反映诊疗复杂程度。根据国家医保局发布的数据，DRG 2.0 版分组更加精细，核心分组较之前增加 33 组至 409 组，细分组较之前增加了 6 组至 634 组。在 DIP 2.0 版分组中，尽管核心病种分组 9520 组较 1.0 版本减少 2033 组，但由于结构优化，相关手术操作规则调整，对应新

增了 1100 组手术操作组，同时 DIP 2.0 病种库增补了此前 1.0 版本中缺少的病种（例如肿瘤基因治疗、分子治疗、免疫治疗以及部分放射治疗等），分组更精细，覆盖更全面。更重要的是，2.0 版本引入了并发症和合并症权重调节机制，这意味着同一主诊断下，伴有严重并发症的病例可能获得更高的支付系数，而简单病例的支付系数相对较低。这种精细化分组使得医院难以通过简单的编码优化来提高收入，必须真实反映诊疗复杂程度。

图表 34：DRG/DIP 1.0 与 2.0 核心差异对比

	DRG 2.0 版	DRG 1.0 版
分组结构	- 核心分组(ADRG): 409 组 - 细分组(DRG): 634 组 - 主要诊断大类(MDC): 26 个	- 核心分组(ADRG): 376 组 (1.0 版) - 细分组(DRG): 628 组 - 主要诊断大类(MDC): 26 个
重点优化领域	重点优化了临床意见集中的重症医学、血液免疫、肿瘤、烧伤、口腔颌面外科等 13 个学科，以及联合手术、复合手术问题。	此前版本对这些复杂领域的覆盖和区分度有待完善。
数据基础与编码	全面采用医保结算清单数据，并使用医保编码 2.0 版。	早期曾使用病案首页数据，编码版本不统一可能导致映射错误。
分组方法升级	1. 多专业联合论证模式（如心内与心外联合） 2. 统计方法升级为“多目标遗传算法” 3. 引入麻醉风险分级优化合并症/并发症判定	1. 原有 31 个临床论证组独立论证 2. 统计方法以人工校验为主
分组规则完善	新增不入组规则，明确列出不作为入组条件的诊断和手术操作编码（如 Z33 附带妊娠状态），使分组更科学。	缺乏明确的不入组规则清单。
	DIP 2.0 版	DIP 1.0 版
病种组合结构	- 核心病种: 9520 组 - 综合病种: 作为核心病种的补充	- 核心病种: 约 11553 组 - 综合病种: 2499 种
成组规则	采用“主要诊断+主要手术操作+相关手术操作”聚合，并依据资源消耗对相关手术操作进行遴选（资源消耗达原费用 10% 以上可单独成组）。	成组规则相对简单，对相关手术操作和资源消耗的考量不足。
对临床新技术的覆盖	增补了肿瘤基因治疗、分子治疗、免疫治疗以及部分放射治疗等新治疗方式对应的病种。	对这些新兴治疗技术的覆盖不足。
病种诊断明确性	减少了名称中含“未特指”“其他”等的病种，病种诊断更加明确。	存在较多诊断不明确病种。
数据基础	基于医保结算清单和医保编码 2.0 版，采用 2020-2022 年约 4787 万例数据，覆盖更广。	基于早年历史数据及医保编码 1.0 版。

资料来源：国家医保局、浦银国际

- 数据监管要求显著强化，“全链条数据校验”使得此前部分医院通过调整病案记录来优化结算的做法难以奏效。DRG/DIP 2.0 版本要求医院信息系统 (HIS) 与医保系统加强数据对接，病案首页的诊断编码、手术操作代码应与电子病历、医嘱系统、费用清单等信息保持一致性。多地医保部门配备了智能审核系统，可以自动识别病案逻辑矛盾。例如，如果病案记录显示患者接受了某项手术，但手术室使用记录、麻醉记录或相应耗材费用存在疑问，系统可能会进行提示，并要求医院进行核实。这种“全链条数据校验”使得此前部分医院通过调整病案记录来优化结算的做法难以奏效。

图表 35：医保定点医疗机构住院费用医保基金即时结算流程图



资料来源：国家医保局、浦银国际

- 支付标准趋于严格，DRG/DIP 2.0 版本要求“建立健全‘结余留用、合理超支分担’机制”。简而言之，对于单个病例超支，除非符合特例单议规则，否则医院将自行承担全部超支；对于医院年度总费用超支（即实际费用超出先前制定的年度医保总额预算），原则上由定点医疗机构承担，合理超支由医保风险调节金给予分担，但实际上多数地区实行超支部分由医疗机构和医保部门共同承担，较为常见的承担比例为医院承担50%-70%、医保基金承担约30%-50%。

因此，DRG/DIP 2.0 改革对不同类型民营医院的影响呈现明显分化。

- 依赖住院收入、病种结构复杂的综合性民营医院或低端专科医院受冲击较大，这类机构往往面临诊疗路径标准化程度不足、药品耗材成本占比较高、病案管理能力相对薄弱等问题。在更精细的分组规则下，其平均病例权重系数容易低于1.0，导致实际结算收入低于运营成本，经营压力显著上升。
- 相比之下，专注特定细分领域、具备标准化诊疗流程的专科民营医院适应性相对较好。以眼科连锁医院的白内障手术为例，由于手术流程高度标准化、并发症发生率低、术后观察周期短，医院能够较好匹配支付标准，部分运营效率较高的机构甚至可实现10%-15%的结算结余。此外，口腔、医美、辅助生殖等领域的民营机构受影响更小，主要因为这些民营机构的服务主要以门诊形式提供，大部分不在DRG/DIP覆盖范围，且自费占比通常达60%-90%，对医保支付依赖度较低。

从长期来看，DRG/DIP 2.0 改革本质上是通过支付机制优化倒逼医疗机构提升运营效率和医疗质量。能够建立标准化临床路径、实施精细化成本管理、提升病案质控能力的民营医院将在新环境下获得竞争优势，而依赖粗放式运营和医保套利的机构将面临持续的经营压力。这一政策导向加速了民营医疗行业的结构性分化和优胜劣汰进程。

● 监管加强整治民营医疗乱象

近年来，中国政府持续加大对民营医疗乱象的整治力度。从 2019 年至今，监管执法力度不断加强，旨在规范行业秩序，保障人民群众的健康权益。这一系列行动旨在打击民营医疗领域长期存在的虚假宣传、过度医疗、价格欺诈、非法行医等乱象。例如，2019 年 3 月，国家卫健委联合其他七部委联合发布《医疗乱象专项整治行动方案》，严肃查处发布违法医疗广告和虚假信息行为，坚决查处不规范收费、乱收费、诱导消费和过度诊疗行为([链接](#))。2020 年 4 月，国家卫健委等八部门发布《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》。2021 年 5 月，国家卫健委等八部委发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，进一步开展专项整治工作。2024 年 7 月，中共中央发布的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》强调要“引导规范民营医院发展”([链接](#))。

除中央外，多个地方政府也发布了具体实施意见，提出对民营医院的管理要从“促进民营医院发展”向“引导规范民营医院发展”转变。例如，四川省卫健委发布《关于引导规范民营医院高质量发展的通知》，对民营医院的规范化、高质量发展做出部署安排，提出“要将执业满三年、未定等的二级及以上医疗机构分批有序纳入等级评审，推动民营医院深化内涵建设，提高技术水平，保障质量安全”、“引导社会力量在眼科、骨科、妇产、口腔、医疗美容、康复、护理、医养结合等专科领域举办医疗机构”([链接](#))。

图表 36：医疗乱象整治相关政策

日期	政策名	核心要点
2019 年 3 月	《医疗乱象专项整治行动方案》	● 依法严厉打击医师出租、出借、转让《医师执业证书》，医疗机构买卖、转让、租借《医疗机构执业许可证》或《医师执业证书》，超出登记范围开展诊疗活动，使用非卫生技术人员从事医疗卫生技术工作、出具虚假证明文件、以虚假诊断、夸大病情或疗效、利用“医托”等方式欺骗、诱使、强迫患者接受诊疗和消费等行为。 ● 重点打击通过虚假宣传、以体检等名目诱导、骗取参保人员住院的行为；留存、盗刷、冒用参保人员社会保障卡的行为；虚构医疗服务、伪造医疗文书或票据的行为；虚记、多记药品、诊疗项目、医用耗材、医疗服务设施费用的行为。 ● 重点查处未经卫生健康部门审查和违反《医疗广告审查证明》规定发布医疗广告的行为；加强互联网虚假医疗信息监测，对医院自建网站、公众号等自媒体上发布的虚假医疗信息进行清理。 ● 加强对医疗机构收费行为的监督检查，依法查处拆分手术或检验检查项目，未按照要求公示价格，未按照项目和计价依据收费等行为；对违反诊疗常规，诱导医疗和过度医疗，特别是术中加价等严重违规行为，纳入医疗机构不良执业行为记分和信用体系管理。
2020 年 4 月	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	● 规范医疗美容服务：医疗美容服务应当在依法设置医疗美容相关科目的医疗机构内，按照备案的医疗美容服务项目，由主诊医师或者在主诊医师指导下的执业医师负责实施。任何单位和个人，不具备法定条件，不得开展医疗美容服务。 ● 规范药品和医疗器械生产经营使用：医疗美容机构应当在具有生产经营资格的企业购买药品、医疗器械，落实进货查验制度，按照适应证合理使用，严格毒性药品和麻醉药品使用。 ● 规范医疗美容广告发布：医疗美容广告属于医疗广告，非医疗机构不得发布医疗广告。医疗美容机构发布医疗美容广告，应当依据《广告法》和《医疗广告管理办法》规定，经卫生健康行政部门审查后，按照审查核准的内容发布。 ● 强化社会监督：积极宣传倡导医疗美容就医者选择正规医疗机构和执业医师，主动查看资质证明，自觉抵制非医疗机构和非医师的医疗美容服务，发现违法行为及时向相关部门举报。探索建立医疗美容有奖投诉举报制度。
2020 年 8 月	《关于开展“民营医院管理年”活动的通知》	● 为促进民营医院加强内涵建设、规范执业行为、全面提升服务能力和管理水平，自 2020 年 8 月起，组织开展为期 3 年的“民营医院管理年”活动。 ● 按照法律法规和现代医院管理制度要求，完善各项规章制度，提高管理能力。 ● 严格依法执业，规范医疗行为，按照诊疗指南、操作规范等合理开展诊疗，保障医疗质量安全。 ● 加强日常质控工作和医疗安全风险防范，做好新冠肺炎疫情常态化防控工作，探索构建长效机制。
2023 年 5 月	《全面提升医疗质量行动计划（2023-2025 年）》	● 加强基础质量安全管理，夯实结构质量。围绕医疗质量安全管理组织体系、制度体系、工作机制以及医务人员、药品器械、医疗技术等核心要素指导二级以上医疗机构进行完善落实，并着力加强急诊、门诊、日间、手术、患者随访等薄弱环节的质量安全管理。 ● 强化关键环节和行为管理，提高过程质量。围绕日常诊疗行为、患者评估、三级查房、合理用药、检查检验、病历质量、会诊行为、急难危重患者救治、患者安全管理、护理服务等 10 个方面进行部署，指导医疗机构提升全诊疗流程的质量安全。 ● 织密质量管理网络，完善工作机制。要求卫生健康行政部门进一步健全质控体系和工作机制、加强质量安全信息公开、探索建立“以质为先”的绩效管理机制，并在工作中强化目标导向、充分发挥考核评估的指挥棒作用，督促指导医疗机构落实相关工作要求。
2024 年 7 月	《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》	● 深化医药卫生体制改革。实施健康优先发展战略，健全公共卫生体系，促进社会共治、医防协同、医防融合，强化监测预警、风险评估、流行病学调查、检验检测、应急处置、医疗救治等能力。促进医疗、医保、医药协同发展和治理。促进优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，加快建设分级诊疗体系，推进紧密型医联体建设，强化基层医疗卫生服务。深化以公益性为导向的公立医院改革，建立以医疗服务为主导的收费机制，完善薪酬制度，建立编制动态调整机制。引导规范民营医院发展。创新医疗卫生监管手段。健全支持创新药和医疗器械发展机制，完善中医药传承创新发展机制。

资料来源：国务院网站、国家卫健委、浦银国际

● 扩大开放外商独资医院试点有助于提升整体私立医疗服务行业水准

值得注意的是，政策并非单向趋严，2024 年底推出的对外商独资医院扩大开放的政策预计有助于进一步提升中国整体私立医疗服务行业的服务标准与水平。2024 年 11 月国家卫健委、商务部、国家中医药管理局、国家疾控局四部门印发《独资医院领域扩大开放试点工作方案》，允许在北京、天津、上海、南京、苏州、福州、广州、深圳和海南全岛设立外商独资医院（中医类除外，不含并购公立医院）。一方面，外资医疗机构在优化营商环境、满足当地居民多层次多样化健康服务需求等方面发挥积极作用；另一方面，其管理理念、服务模式等对国内医疗机构起到一定参考和借鉴作用，有助于进一步提升中国整体私立医疗服务行业的水准。

图表 37：目前允许设立外商独资医院的地区（中医类除外，不含并购公立医院）

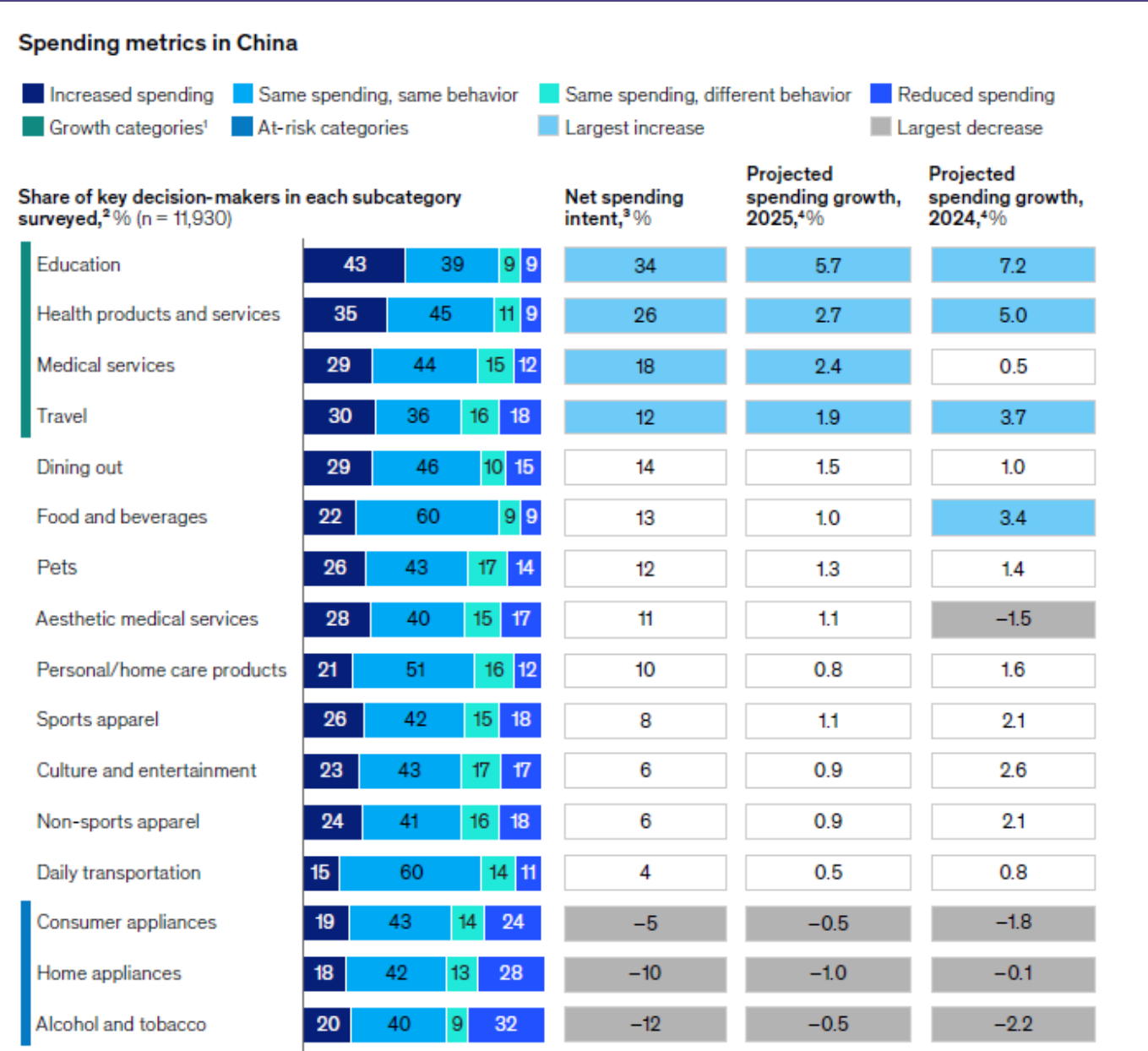
No.	试点区域	具体范围/特点
1	北京市	全市范围
2	天津市	全市范围
3	上海市	全市范围；鼓励在自贸试验区、临港新片区等区域设立
4	江苏省-南京市	全市范围
5	江苏省-苏州市	全市范围
6	福建省-福州市	全市范围
7	广东省-广州市	全市范围
8	广东省-深圳市	全市范围
9	海南省	全岛

资料来源：《独资医院领域扩大开放试点工作方案》、浦银国际

经济承压背景下，高效优质医疗服务需求仍具韧性

我们认为医疗服务同时兼具刚需属性和消费属性，在经济周期波动中展现出较强的韧性。根据[麦肯锡 2025 年消费意愿调研报告](#)，医疗服务支出处于居民消费意愿第三名，且接近三成受访者表示将增加医疗服务支出，表明居民对医疗健康的投入重视程度不降反升。

图表 38：2025 年麦肯锡调研报告显示：医疗服务已上升为中国居民计划增加支出的前三大领域之一



注：1) “Growth categories”指预期支出增长率高于平均水平的品类；2) 调查问卷问题为在“未来12个月内，您预计您家庭在以下各类别上的支出将如何变化？”；3) Net spending intent 计算方式为未来12个月计划增加支出的消费者比例减去减少支出的消费者比例；4) 基于目前实际消费者支出和预计未来12个月消费者预计支出进行计算；
资料来源：麦肯锡、浦银国际

部分民营专科医疗服务需求在整体宏观经济承压背景下仍然显示出抗周期的韧性。究其原因，在时间成本上升、收入预期不稳、健康风险厌恶增强的背景下，患者对大部分非复杂疾病场景的医疗服务的“效率”和“确定性”需求更为强烈。相较于公立医院普遍存在的“挂号难、等候久、流程繁琐”等痛点，优质民营医疗机构凭借高效的就诊流程、舒适的就医环境和个性化的服务体验，能够更好地满足患者对可控性和低隐性成本的需求。

具体来说，民营医院在部分常见专科项目上的综合金钱时间成本优势更为明显。首先，在常见专科项目的定价上，民营医院的价格与公立医院相比价格通常更具有优势。一方面，医保项目在所有的定点医疗机构，无论是公立还是民营医院，可报销的价格均较为相近（例如：白内障手术）。另一方面，对非医保项目来说，民营医院由于面临更为激烈的市场化竞争，通常定价较公立三甲医院更具吸引力（例如：近视激光手术）。此外，除了项目定价相差无几外，考虑到民营医院节省的排队时间，综合时间及经济成本也进一步降低。因此，深耕细分专科的民营龙头或许能够帮患者节省更多总成本（金钱+时间成本）。

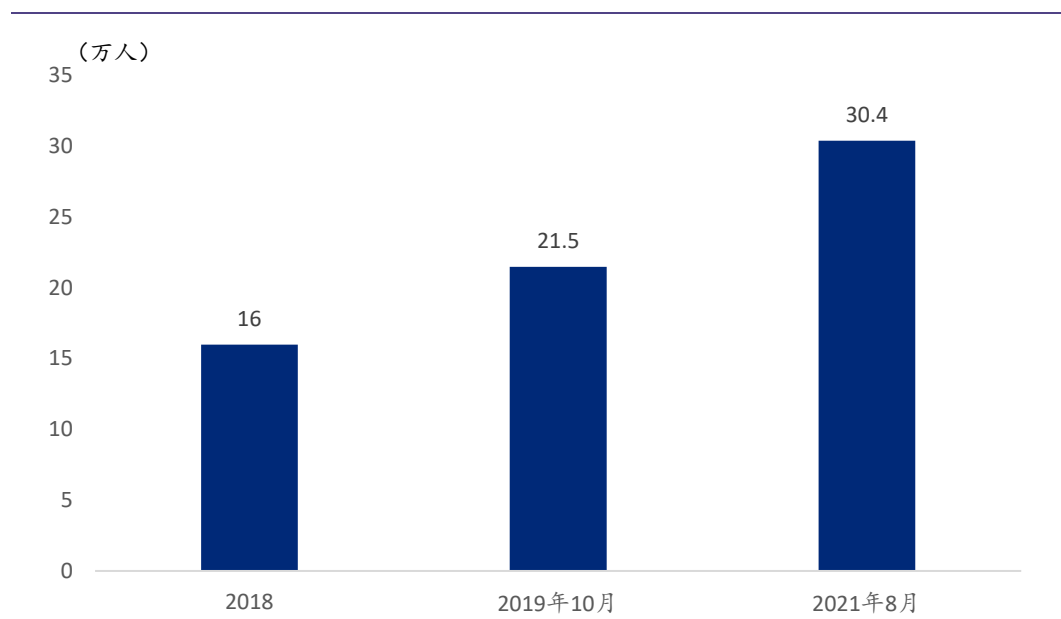
图表 39：公立与民营医院价格对比：以近视手术为例

服务项目	爱尔眼科	公立三甲医院（以广州某三甲为例）
激光近视手术	9,800 元起	10,000 元起
半飞秒手术	10,000-11,800 元	12,000-13,000 元
全飞秒 SMILE 手术	16,800-21,800 元	20,000-24,000 元
ICL 晶体植入手术	29,800-32,000 元	32,000-36,000 元

资料来源：美评网、浦银国际

此外，医生资源正以多元方式从公立医院向民营医院流动，为高效优质的民营医疗服务的供给奠定了基础。一方面，爱尔眼科、锦欣生殖、海吉亚等医疗集团持续加大人才引进力度，构建充沛的人才储备。例如，爱尔眼科通过与中南大学等高校合作建立医教研平台，多途径引进和培养眼科人才。锦欣生殖借助公司在辅助生殖领域较高的知名度并提供良好的职业发展路径，吸引优秀辅助生殖专家。海吉亚医疗则通过提供有竞争力的薪酬和职业发展机会，吸引肿瘤专家和各学科带头人。另一方面，随着医师多点执业政策的推进，越来越多的专家从兼职坐诊转向深度参与，甚至与民营机构进行品牌共建。例如，固生堂通过股权激励等方式，吸引公立医院专家长期坐诊，并与大量专家达成了合作协议。优质医生资源的流入为民营专科医疗机构奠定了扎实的技术基础，提升了其核心竞争力。

图表 40：医师多点执业备案人数



资料来源：国家卫健委、浦银国际

在选择医疗服务时，根据疾病领域、严重程度、风险程度的不同，患者对民营及公立医院各有侧重，我们认为未来民营医疗服务有望在诊疗流程标准化、结果可预测性强的专科实现更明显的增长（例如：屈光手术、白内障手术、中医慢病管理、辅助生殖），主要由于患者在此类疾病中，更看重效率、服务和诊疗效果的确定性，且这类需求超过了对机构性质的关注。然而，面对诊疗复杂、风险较高、需多学科协作的专科，如肿瘤、急性突然心脑血管疾病、严重创伤抢救、罕见病及疑难杂症诊疗等，公立医院凭借其多学科综合实力和科研资源优势，仍是患者的首选。因此，民营医院更适宜在特定专科赛道深耕，通过流程优化和服务创新，提供更具确定性的医疗服务，从而建立竞争优势。

图表 41：患者选择医疗服务机构时，根据疾病/严重程度/风险程度不同，对民营、公立医院选择各有侧重

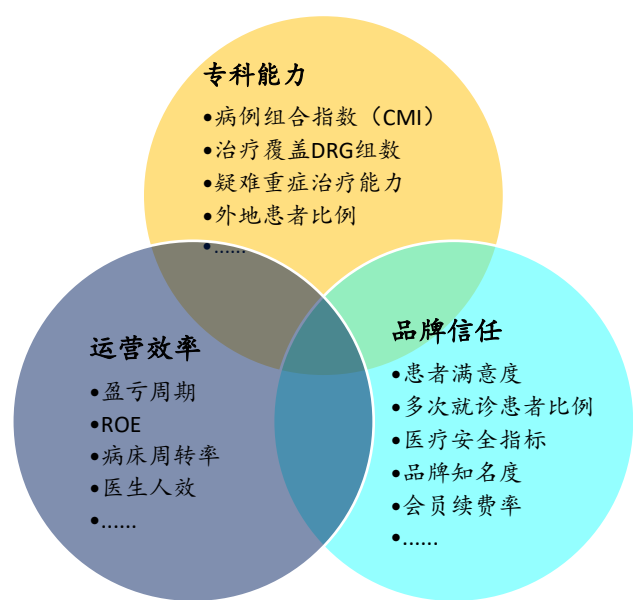
	适合选择民营医院的情景	适合选择公立医院的情景
疾病领域及治疗方式特征	● 标准化、流程化、结果可预期 ● 临床路径清晰 ● 疗效可量化评估 ● 技术变异系数低 ● 失败风险可控	● 复杂、个性化、风险高 ● 高度依赖医生个体经验与判断 ● 并发症风险高，病情瞬息万变 ● 需要多学科团队（MDT）协作 ● 依赖强大的应急支持系统
患者考虑因素	● 更关注效率、服务体验与价格透明度 ● 对“公立”或“民营”的机构属性敏感度低	● 看重医院的综合救治能力、学术声誉和系统保障 ● 对机构属性敏感度高，强烈偏好公立医院
典型专科	● 屈光手术 ● 白内障手术 ● 辅助生殖 ● 中医慢病调理 ● 健康体检 ● 口腔种植/正畸	● 脑肿瘤、心外等复杂外科手术 ● 急性心肌梗塞救治 ● 严重创伤抢救 ● 罕见病与疑难杂症诊疗

资料来源：浦银国际整理

专科能力、品牌信任、运营效率共同驱动优秀民营医疗服务企业脱颖而出

由于中国民营医疗服务处于规模扩张逐步转向高质量发展的重要转型期，我们认为民营医疗服务企业想要在行业竞争中脱颖而出，需具备三个特质，即专科能力、品牌信任、运营效率，三者缺一不可。专科医疗能力体现在技术水平、诊疗规范、质量控制等方面，这些是构成医疗服务供给的基础；品牌信任影响需求端患者的就医选择倾向，在信息不对称的医疗服务市场中具有重要作用；而运营效率则体现在成本控制、流程优化、人力配置等方面，直接关联企业的盈利能力。

图表 42：专科能力、品牌信任、运营效率是帮助民营医疗服务提供商取得成功的三大重要因素



资料来源：浦银国际

专科医疗能力主要体现为将医疗技术转化为标准化服务体系的能力。在DRG/DIP支付方式改革深化、医疗质量监管要求提升的背景下，医疗机构需要在设备配置、诊疗规范、人才梯队等方面建立系统性能力。从行业实践来看，不同机构在专科能力建设和服务标准化上面临的挑战存在差异。眼科屈光手术等项目因技术成熟、流程清晰，相对易于实现标准化复制；中医门诊服务主要通过长期疗效和复诊积累患者信任；而肿瘤治疗等领域因病情复杂性和个体差异性较大，在服务标准化和质量控制方面需要投入更多资源，建设周期相对较长。

品牌信任是将专科能力转化为患者对治疗效果的确定性预期，从而满足患者的医疗需求。在经济不确定性加剧的背景下，患者对医疗决策的试错成本愈发敏感，品牌不再仅仅是营销符号，而是降低认知负担、提升决策效率的重要因素。真正有效的品牌信任，源于持续稳定的疗效交付与优质的患者体验。例如，爱尔眼科集团在 2025 年 3 月顺利通过中国品牌影响力评价，荣获“消费者满意专项·医疗行业消费者满意企业”称号；固生堂会员回头率在过去五年均处于 85%-90% 区间，显示出远高于行业的会员满意度；海吉亚在 2024 年及 2025 年上半年，患者满意度维持在 97% 的高水平；锦欣生殖成都西园诊所胚胎移植在 2022-2023 年一直保持 93.6%-96.0% 高水准的患者满意度。当然，品牌信任的建立速度与可持续性高度依赖于专科赛道的特性。在结果可量化、诊疗流程透明的领域（如眼科、中医慢病），信任可通过复购与口碑快速累积，而在不确定性更高的领域（如肿瘤预后、IVF 成功率），患者仍可能因一次失败而流失。此外，自费比例高的专科通常更易产生品牌溢价，相较肿瘤和辅助生殖，中医诊疗和眼科更容易产生品牌溢价。

运营效率则决定了医疗机构的盈利能力。运营管理能力体现为医疗机构在资源配置、流程优化、成本控制等方面的综合水平，其对企业盈利能力会产生直接影响。尤其是在 DRG/DIP 改革推进背景下，运营能力及效率的重要性进一步提升。值得注意的是，以门诊为主、自费比例较高的业务类型，在定价灵活性、服务流程优化空间等方面具有一定优势；而住院业务占比较高、医保结算为主的业务类型，在支付政策、结算周期、费用控制等方面面临更多外部约束因素。这些因素使得不同专科领域的企业在运营效率提升的路径、空间和难度上呈现出不同特征，进而影响其盈利能力的稳定性和可预测性。

然而，不同细分赛道在政策环境、需求稳定性、支付结构、标准化程度等方面存在差异，因此上述三大要素在不同细分赛道的可发挥空间不尽相同。基于我们对不同细分赛道面临的外部环境、商业模式特征以及可执行性差异分析，我们认为中医诊疗和眼科服务短中期发展可预见性更高，成长确定性相对更高，而肿瘤和辅助生殖则有待进一步观察。

- 中医诊疗民营市场规模约近千亿元（以 2024 年市场规模计，下同），且在政策环境、需求特征、支付模式等方面具有相对有利的条件，使得中医专科在标准化建设、品牌积累、盈利稳定性等方面具备更好的可发挥空间。政策端来说，《“十四五”中医药发展规划》等文件对行业发展持支持态度。需求端来说，中医门诊服务以慢病调理、健康管理为主，具有较高的复购特征。支付端来说，服务以自费为主，定价相对灵活。
- 眼科民营医疗服务市场规模约为 900+亿元（2024 年），且具备较高的技术标准化程度和全国性品牌认知基础。头部企业通过手术技术创新、流程优化和规模效应维持了相对稳定的盈利能力，尽管该领域部分消费类项目受宏观经济环境影响存在一定波动。

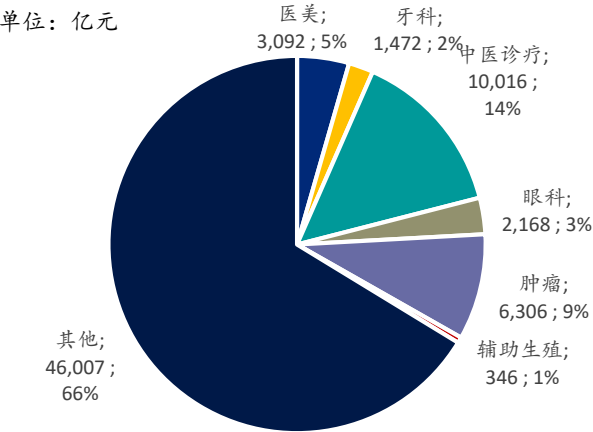
- 肿瘤专科民营市场规模约 760 亿元（2024 年），具有较高准入门槛（在医疗质量控制、设备投入、人才储备等方面均要求较高），亦面临和多学科综合公立医院竞争的挑战，因此品牌信任需花更长时间建立。此外，在 DRG/DIP 支付改革深化的背景下，肿瘤治疗及住院业务支付标准趋于规范化，企业需要在成本控制与服务质量之间寻求平衡，我们认为这对运营管理能力提出更高要求。
- 辅助生殖领域具有较高的准入门槛（严格受到牌照限制）和技术标准化程度要求，因此整个民营市场规模目前仅为几十亿元，远小于其他三大专科。此外，从更宏观层面上来看，需求端面临着整体人群生育意愿低迷的挑战，尽管辅助生殖渗透率有望在医保报销后提升，但由于仅可报销部分环节，医保带来的促进作用目前看上去亦较为有限。

图表 43：民营医疗服务三大成功要素在不同细分赛道可落地情况分析（2025）

	专科深度 (vs. 公立三甲)	品牌信任 (vs. 公立三甲)	运营效率
中医诊疗	★★★★★	★★★★★	★★★★★
眼科	★★★★★	★★★★	★★★★★
肿瘤	★★★★	★★★	★★★★
辅助生殖	★★★★★	★★★★	★★★

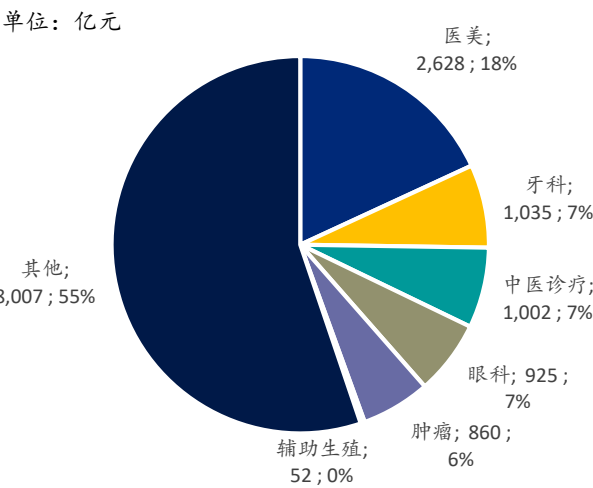
评分标准：1-5 分，由分析师基于政策文件、财报数据、行业访谈综合评定
资料来源：国家发改委/卫健委政策库、公司公告、Frost & Sullivan、浦银国际

图表 44：中国医疗服务市场规模分布（2024 年，包含公立+民营）



资料来源：Frost & Sullivan、灼识咨询、艾瑞咨询、《中国卫生健康统计年鉴》、浦银国际估算

图表 45：中国民营医疗服务市场规模分布（2024 年）



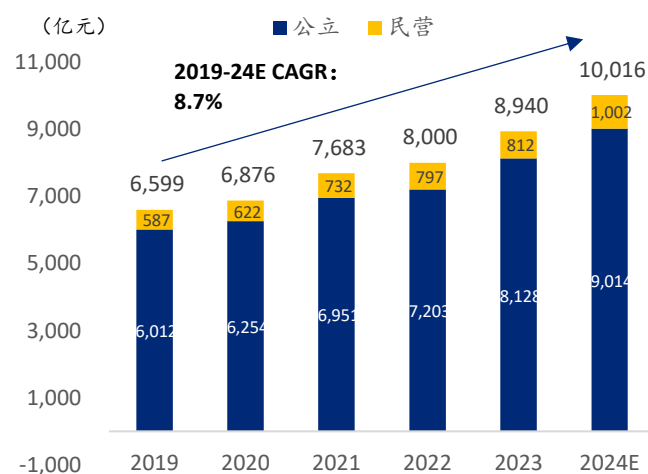
资料来源：Frost & Sullivan、灼识咨询、艾瑞咨询、《中国卫生健康统计年鉴》、浦银国际估算

图表 46：四大赛道核心特征对比矩阵

	眼科	中医	肿瘤	辅助生殖	中医
公立医院重视程度	低	中等	高	低	中等
进入壁垒	中等（设备依赖）	中等（依赖名医资源）	高（重资产投入）	高（牌照限制，资产投入）	中等（依赖名医资源）
设备依赖度	高	低	高	中等（胚胎培养依赖实验室设备）	低
医生依赖度	基础眼病依赖医生，白内障、屈光、视光依赖度较低	高（门店早期依赖名医引流）	中等—高（手术类医生依赖度高，放疗类较低）	中等（依赖头部专家引流、治疗方案制定依赖医生经验）	高（门店早期依赖名医引流）
业务安全性	高	高	中等	高	高
可复制性	高（业务标准化程度高）	中等（早期依赖名医，形成品牌后可快速扩张）	中等—高（放疗业务标准化程度高）	中等（业务流程可标准化但牌照限制）	中等（早期依赖名医，形成品牌后可快速扩张）
未来增长点	白内障、屈光、视光业务渗透率提升和业务结构升级	慢病管理需求提升、中医接受程度提升	人口老龄化下肿瘤发病率提升；治疗手段不断升级迭代	不孕不育率持续提升、IVF 渗透率提升	慢病管理需求提升、中医接受程度提升
民营竞争格局	竞争较激烈，“一超多强”格局形成	竞争较激烈	竞争格局较好	竞争格局较好	竞争较激烈
行业龙头	爱尔眼科	固生堂	海吉亚医疗	锦欣生殖	固生堂
未来风险点	消费意愿持续疲软，竞争加剧带来降价风险	中药饮片集采或对民营中医诊疗机构造成价格压力	医保控费更趋严格	生育意愿下降	中药饮片集采或对民营中医诊疗机构造成价格压力

资料来源：浦银国际整理

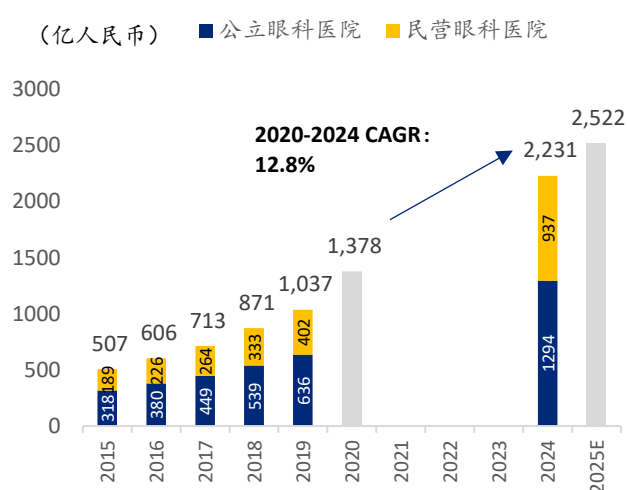
图表 47：中国中医诊疗服务市场规模



E= Frost & Sullivan 预测

资料来源：Frost & Sullivan、华经产业研究院、浦银国际

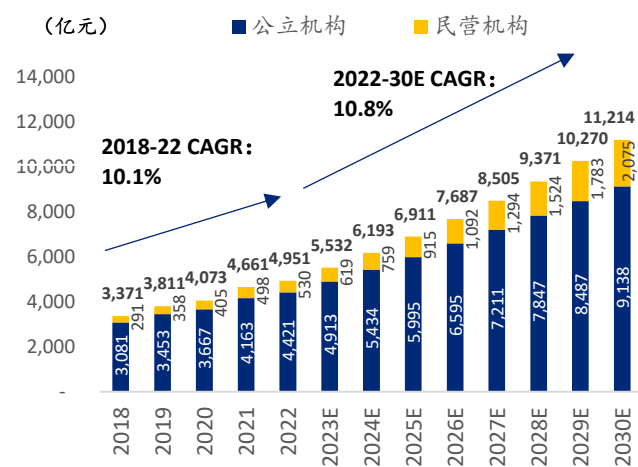
图表 48：中国眼科医疗服务行业市场规模



注：2015-2019 年数据来自灼识咨询；2020 年、2024 年和 2025E 数据来自 Frost & Sullivan；2020 年和 2025E 数据未拆分公立与民营眼科医院

资料来源：华夏眼科招股说明书、灼识咨询、Frost & Sullivan、浦银国际

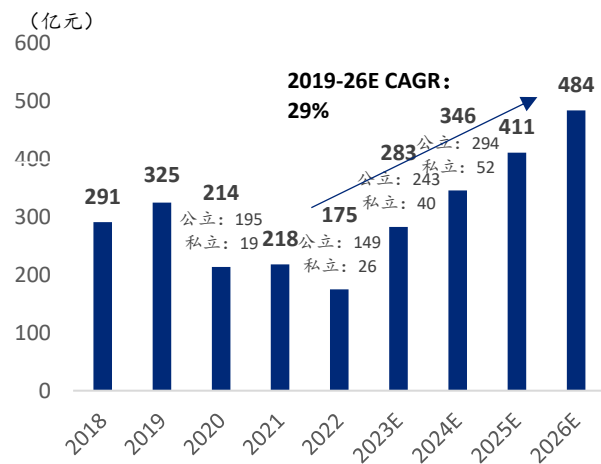
图表 49：中国肿瘤医疗服务市场规模



E= Frost & Sullivan 预测

资料来源：佰泽医疗招股说明书、Frost & Sullivan、浦银国际

图表 50：中国辅助生殖行业市场规模



E=艾瑞咨询预测

资料来源：艾瑞咨询、浦银国际

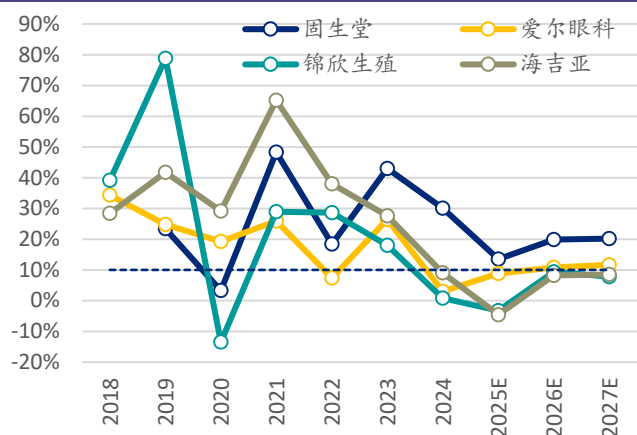
看好眼科及中医诊疗，首选推荐爱尔眼科、固生堂

首选推荐爱尔眼科和固生堂。如上一章节所述，基于不同细分赛道面临的不同机遇及挑战，我们更看好市场空间更为广阔、受医保支付限制较少、服务标准化规范化可复制能力更强的眼科和中医诊疗。展望 2025E-2027E，我们认为爱尔眼科和固生堂有望实现好于其他医疗服务提供商的收入利润增速，目前相较其他医疗服务商处于更具吸引力的估值水平，因此爱尔眼科和固生堂是我们在医疗服务行业首次覆盖的首选股票推荐。

具体而言：

- **爱尔眼科（首选推荐，“买入”评级，目标价人民币 14 元）：**我们预计公司在 2025E-2027E（以 2024 为计算基数，下同）实现 9% CAGR 收入增速，16% CAGR 的扣非归母净利润增速。由于爱尔眼科已成为全球领先的眼科医疗集团，我们认为其应当享受龙头估值溢价及 A 股估值溢价，基于我们 PE 估值方法（目标 PE：30x 2026E P/E，较过去 5 年平均前瞻市盈率低 0.7 个标准差），我们首次覆盖给予“买入”评级及首选推荐，目标价 14 元，对应 25%潜在上涨空间。
- **固生堂（首选推荐，“买入”评级，目标价 38.5 港元）：**我们预计公司在 2025E-2027E 实现 16% CAGR 收入增速，16% CAGR 的经调整净利润增速。基于我们 PE 估值方法（目标 PE：15x FY26E P/E，较过去 5 年平均前瞻市盈率低 1.1 个标准差），我们首次覆盖给予“买入”评级及首选推荐，目标价 38.5 港元，对应 24%潜在上涨空间。
- **海吉亚（“持有”评级，目标价 13.5 港元）：**我们预计公司在 2025E-2027E 实现低中单位数的收入和经调整净利润增速。基于我们 PE 估值方法（目标 PE：14x 2026E P/E，较过去 5 年平均前瞻市盈率低 0.6 个标准差），我们首次覆盖给予“持有”评级，目标价 13.5 港元，目前处于合理估值。
- **锦欣生殖（“持有”评级，目标价 2.6 港元）：**我们预计公司在 2025E-2027E 实现中单位数的收入增速和经调整净利润增速（主要由于 2025 年受到医保政策影响使得收入较 2024 年下降，经调整净利润受海外业务减值影响较 2024 年下降较多）。基于我们 PE 估值方法（目标 PE：15x 2026E P/E，较过去 5 年平均前瞻市盈率低 0.7 个标准差），我们首次覆盖给予“持有”评级，目标价 2.6 港元，目前处于合理估值。

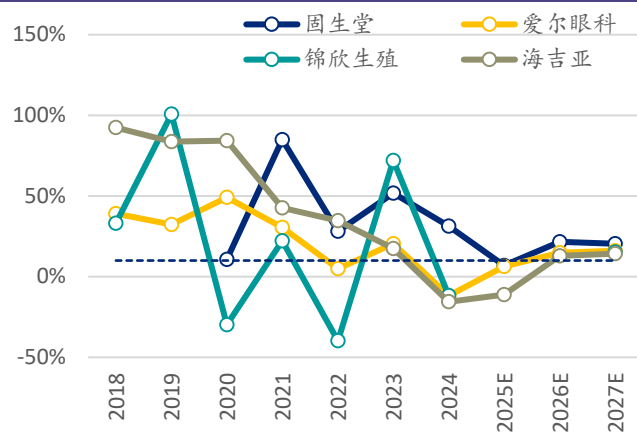
图表 51：四家民营医疗服务龙头收入增速对比（2018-2027E）



注：断点横线代表增速 10%；E=Bloomberg 一致预期

资料来源：公司资料、浦银国际

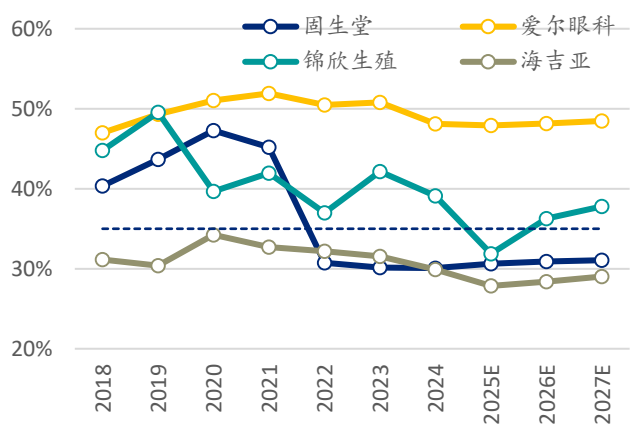
图表 52：四家民营医疗服务龙头经调整净利润增速对比（2018-2027E）



注：断点横线代表增速 10%；锦欣生殖 2025 年预计由盈转亏，2026 年预计由亏转盈，净利润增速无意义，未在图中显示；E=Bloomberg 一致预期

资料来源：公司资料、浦银国际

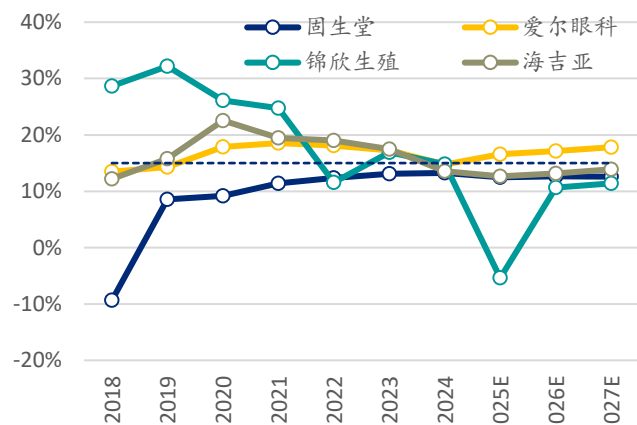
图表 53：四家民营医疗服务龙头毛利率对比（2018-2027E）



注：断点横线代表毛利率 35%；E=Bloomberg 一致预期

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 54：四家民营医疗服务龙头经调整净利率对比（2018-2027E）



注：断点横线代表经调整净利率 15%；E=Bloomberg 一致预期

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 55：医疗服务公司：财务表现与估值可比表

代码	公司	股价 当地货币	市值 (百万港元)	净利润增速 (%)			2026-27E 净		PE (x)		PEG
				2025E	2026E	2027E	利润 CAGR	2025E	2026E	2027E	
300015 CH	爱尔眼科	11.2	116,940	2.8	14.6	16.3	15.4%	28.7	25.1	21.8	1.63
2273 HK	固生堂	31.1	7,153	6.8	21.5	20.1	20.8%	15.6	12.7	10.4	0.61
1951 HK	锦欣生殖	2.5	6,944	-136.8	305.5	15.1	NA	NA	23.2	19.1	NA
6078 HK	海吉亚	13.6	8,386	-11.2	13.1	14.3	13.7%	14.1	12.5	10.9	0.91
600763 CH	通策医疗	46.5	23,292	5.4	10.2	11.5	NA	39.4	35.8	32.1	NA
301267 CH	华厦眼科	19.0	17,907	10.8	14.5	14.5	NA	33.6	29.4	25.7	NA
301103 CH	何氏眼科	21.5	3,795	NA	NA	NA	20.1%	NA	NA	NA	NA
1515 HK	华润医疗	3.3	4,240	-1.8	-4.9	10.0	10.9%	6.7	7.0	6.4	0.64
2367 HK	巨子生物	34.9	37,417	6.0	13.8	19.6	8.5%	14.7	12.5	10.6	1.48
2373 HK	美丽田园	28.5	7,141	46.1	27.7	20.1	8.4%	18.7	14.8	12.1	1.77

E=Bloomberg 预测；PEG = 2026 PE / 2026-27E 年净利润 CAGR；资料来源：公司资料、Bloomberg、浦银国际

主要风险

- **需求端持续疲软：**部分专科服务尽管具备一定刚性，但其改善型属性决定了对消费信心较为敏感。若宏观经济环境进一步承压，消费医疗服务或受到一定影响；
- **行业竞争加剧：**民营医疗服务行业通常面临激烈的市场竞争，若竞争对手之间价格战进一步加剧，民营医院收入和利润端均可能受到负面影响；
- **医联控费措施进一步缩紧：**虽然某些民营医院相较公立医院对医保的依赖程度较低，但医保仍贡献了民营医疗机构相当一部分收入，若后续医联控费措施进一步收紧，可能对该类民营医院收入造成负面影响；
- **重大医疗事故导致信任下跌风险：**民营专科机构的品牌资产高度依赖口碑积累，而单点事件极易通过社交媒体放大，导致客流短期断崖、监管趋严及扩张节奏被迫放缓。此类风险虽发生概率较低，但一旦触发，影响深远且修复周期长。

图表 56: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	429.4	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.7	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.9	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.9	买入	27.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	18.8	买入	35.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	341.6	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	200.6	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	261.2	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.6	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	37.7	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	93.8	持有	75.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	103.5	持有	96.7	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	12.2	买入	21.0	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	20.4	买入	34.0	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	82.7	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.4	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	5.5	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	114.0	买入	174.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.9	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	58.3	买入	77.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	61.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	50.0	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	26.4	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	14.3	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	12.5	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	60.1	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	73.9	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	6.6	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	114.1	买入	134.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	98.6	买入	124.4	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	24.6	买入	30.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	30.9	买入	39.6	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	38.4	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	67.8	买入	69.0	CRO/CDMO
300015 CH Equity	爱尔眼科	11.2	买入	14.0	医疗服务
2273 HK Equity	固生堂	31.1	买入	38.5	医疗服务
6078 HK Equity	海吉亚	13.6	持有	13.5	医疗服务
1951 HK Equity	锦欣生殖	2.5	持有	2.6	医疗服务
300760 CH Equity	迈瑞医疗	195.3	买入	267.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	30.9	持有	23.7	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	3.0	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	6.9	买入	9.6	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.8	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	25.4	买入	29.0	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	26.4	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	241.3	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	26.8	买入	27.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	15.5	买入	20.0	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	6.2	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	0.9	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	6.8	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	16.2	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	6.6	买入	7.5	数字疗法

注: 数据截至 2026 年 1 月 21 日收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

爱尔眼科 (300015.CH): 全球眼科龙头优势持续强化

我们首次覆盖爱尔眼科 (300015.CH) 给予“买入”评级和医疗服务行业首选推荐，目标价为人民币 14.0 元。我们看好公司作为全球领先眼科医疗服务机构的长期配置价值。

- 目前中国民营眼科医疗服务已成长至近千亿元市场规模，约占整体眼科医疗服务市场规模四成。中国眼病患者基数庞大，其中近视患者人数超 6 亿，白内障患者人数约 1.5 亿，眼科治疗需求大。伴随健康意识的提升，眼科医疗服务市场有望稳步增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2024 年中国整体眼科医疗服务市场规模达 2,231 亿元（2020-2024 CAGR: 12.8%），其中民营机构市场份额占比 42%，规模约 937 亿元；Frost Sullivan 预计中国整体眼科医疗服务市场有望于 2025 年达 2,522 亿元（2020-2025E CAGR: 12.8%）。
- 公司是全球眼科医疗服务龙头，业务范围覆盖中国、欧洲、东南亚多个市场。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在全球拥有 900+ 家眼科医院/中心，是全球规模最大的眼科医疗集团，业务覆盖中国内地、中国香港、欧洲、美国、东南亚等多个地区。凭借过往多年积累的品牌口碑，公司于 2024 年和 1H25 门诊量分别达 1,694 万(+12.1% YoY)、925 万人次(+16.5% YoY)，手术量分别达 129.5 万(+9.4% YoY)、87.9 万例(+7.63% YoY)。随着眼科医疗服务市场的持续增长，我们看好公司的长期发展前景。
- 中国“1+8+N”战略推进以及海外业务持续双位数增长，共同驱动公司整体收入持续提升。国内业务方面，公司于 2022 年提出新十年“1+8+N”战略，即着力打造 1 家世界级眼科医学中心（长沙爱尔）、8 家国家及区域眼科医学中心（北京、上海、广州、深圳、成都、重庆、武汉、沈阳）、N 家省域一流和地区领先的眼科医院。截至 1H25 末，公司境内医院 355 家，门诊部 240 家。展望未来，随着“1+8+N”战略的推进和落地，我们相信重点医院辐射作用有望持续加强，门店布局有望完善丰富，带动集团中国收入持续增长。海外业务方面，公司海外收入于 2020-2024 年间实现 17.6% CAGR，1H25 实现 16.5% YoY 增速，主要受欧洲子公司 Clínica Baviera 和东南亚子公司 ISEC 收入增长驱动。展望未来，国际市场空间潜力巨大，随着公司现有海外业务收入的进一步提升以及未来潜在的海外并购落地，我们认为国际化收入可在中长期助推公司收入增长。
- 首次覆盖给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐，目标价人民币 14.0 元。我们预计公司于 2025E/2026E/2027E 实现 228/250/273 亿元收入，38/43/48 亿元扣非归母净利润。我们采用 30x 2026E PE（较过去 5 年平均前瞻市盈率低 0.7 个标准差）对公司进行估值，得到公司目标价人民币 14.0 元，给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐。我们看好公司作为全球眼科医疗服务龙头的长期配置价值。
- 投资风险：消费意愿持续疲软、行业竞争加剧、规模扩张慢于预期、医疗事故纠纷、减值风险。

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2026 年 1 月 26 日

评级

买入

目标价 (人民币)	14.0
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价 (人民币)	11.2
52 周内股价区间 (人民币)	10.9-14.7
总市值 (百万人民币)	104,444
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	662

市场预期区间

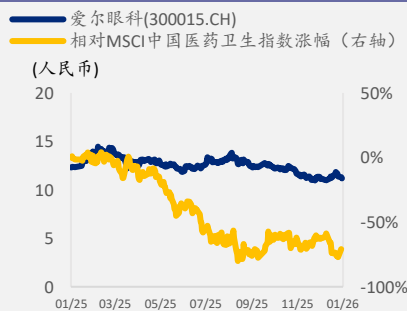


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

截至 2026 年 1 月 21 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入净额	20,367	20,983	22,795	24,992	27,252
总收入同比增速 (%)	26.4%	3.0%	8.6%	9.6%	9.0%
股东应占净利	3,359	3,556	3,678	4,123	4,615
净利润同比增速 (%)	33.1%	5.9%	3.4%	12.1%	11.9%
PE (x)	30.8	29.1	28.4	25.3	22.6

资料来源：公司资料、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,367	20,983	22,795	24,992	27,252
营业成本	-10,022	-10,887	-11,753	-12,827	-13,926
毛利润	10,345	10,096	11,042	12,166	13,326
税金及附加	-49	-67	-57	-62	-68
销售费用	-1,966	-2,152	-2,165	-2,349	-2,534
管理费用	-2,669	-2,989	-3,077	-3,349	-3,625
研发费用	-333	-321	-296	-325	-354
财务费用	-74	-214	-293	-302	-309
其他收益	221	219	36	36	36
投资净收益	47	213	100	100	100
公允价值变动净收益	-79	334	20	0	0
资产减值损失	-384	-188	-200	-200	-200
信用减值损失	-111	-112	-150	-150	-150
资产处置收益	1	4	10	0	0
营业利润	4,948	4,825	4,969	5,564	6,221
营业外收入	12	22	11	12	14
营业外支出	-409	-253	-228	-250	-273
利润总额	4,551	4,594	4,752	5,326	5,962
所得税	-895	-858	-888	-995	-1,114
净利润	3,656	3,736	3,865	4,331	4,849
减：少数股东损益	297	180	186	209	234
归母净利润	3,359	3,556	3,678	4,123	4,615
扣非归母净利润	3,514	3,099	3,816	4,331	4,845

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,099	5,364	4,777	4,332	4,288
现金及等价物	6,085	5,361	4,774	4,329	4,285
其他	14	3	3	3	3
应收票据及应收账款	1,899	1,993	2,061	2,260	2,464
存货	900	985	1,030	1,125	1,221
其他流动资产	1,288	1,323	1,565	1,631	1,699
流动资产合计	10,186	9,666	9,433	9,347	9,672
固定资产	3,864	5,212	5,456	5,669	5,856
在建工程	920	336	336	336	336
无形资产	828	861	851	842	833
商誉	6,533	8,448	10,363	12,277	14,192
其他非流动资产	7,855	8,733	9,681	10,555	11,363
非流动资产合计	20,001	23,589	26,686	29,679	32,580
短期借款	850	1,450	1,450	1,450	1,450
应付票据及应付账款	1,872	2,040	2,112	2,305	2,502
合同负债	183	191	191	191	191
应付职工薪酬	907	1,018	1,106	1,212	1,322
应交税费	261	224	224	224	224
其他应付款	1,169	977	977	977	977
其他流动负债	768	765	765	765	765
流动负债合计	6,011	6,665	6,824	7,123	7,430
长期借款	22	44	44	44	44
长期应付职工薪酬	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,128	4,735	5,113	5,113	5,113
非流动负债合计	4,151	4,779	5,157	5,157	5,157
实收资本(或股本)	9,328	9,327	9,327	9,327	9,327
资本公积金	1,525	967	967	967	967
其它综合收益	-22	-95	-95	-95	-95
盈余公积金	1,201	1,412	1,412	1,412	1,412
未分配利润	8,380	10,329	12,469	14,868	17,553
少数股东权益	1,169	1,097	1,284	1,492	1,726
所有者权益合计	20,025	21,812	24,138	26,745	29,664

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,656	3,736	3,865	4,331	4,849
固定资产折旧	657	805	1,028	1,076	1,119
无形资产摊销	30	41	45	45	44
财务费用	142	266	293	302	309
存货的减少	-169	-86	-45	-94	-96
经营性应收项目的减少	-265	-41	-309	-265	-272
经营性应付项目的增加	136	-877	159	300	307
其他	1,683	1,037	828	885	935
经营活动现金流量净额	5,872	4,882	5,864	6,580	7,194
资本开支	-1,460	-1,830	-3,175	-3,175	-3,175
其他	-1,845	-1,018	-1,823	-1,823	-1,823
投资活动现金流量净额	-3,304	-2,848	-4,998	-4,998	-4,998
取得借款收到的现金	863	1,506	0	0	0
偿还债务支付的现金	-601	-971	0	0	0
分配股利或偿付利息	-920	-1,657	-1,831	-2,027	-2,239
其他	-1,852	-1,612	379	0	0
筹资活动现金流量净额	-2,510	-2,734	-1,453	-2,027	-2,239
现金及现金等价物净增加额	93	-724	-587	-445	-44
期初现金及现金等价物	5,992	6,085	5,361	4,774	4,329
期末现金及现金等价物	6,085	5,361	4,774	4,329	4,285

财务和估值比率

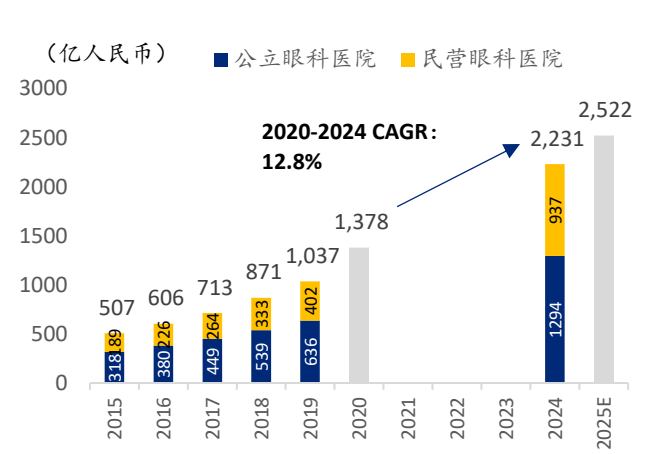
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.36	0.38	0.39	0.44	0.49
每股销售额	2.20	2.27	2.44	2.68	2.92
每股股息	0.15	0.16	0.16	0.18	0.21
同比变动					
收入	26.4%	3.0%	8.6%	9.6%	9.0%
经营溢利	40.0%	-2.5%	3.0%	12.0%	11.8%
归母净利润	33.1%	5.9%	3.4%	12.1%	11.9%
费用与利润率					
毛利率	50.8%	48.1%	48.4%	48.7%	48.9%
经营利润率	24.3%	23.0%	21.8%	22.3%	22.8%
归母净利润率	16.5%	16.9%	16.1%	16.5%	16.9%
回报率					
平均股本回报率	17.5%	16.8%	15.7%	16.2%	16.4%
平均资产回报率	12.6%	11.6%	10.9%	11.5%	11.9%
资产效率					
应收账款周转天数	31.2	33.9	33.0	33.0	33.0
库存周转天数	29.7	31.6	32.0	32.0	32.0
应付账款周转天数	60.8	65.6	65.6	65.6	65.6
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
速动比率 (x)	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
现金比率 (x)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
负债/权益	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
估值					
市盈率 (x)	30.8	29.1	28.4	25.3	22.6
市销率 (x)	5.1	4.9	4.6	4.2	3.8
股息率	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%

我国眼病患者基数庞大，民营眼科医院市场规模已近千亿元

中国整体眼科医疗服务市场目前约为 2500 亿元人民币。根据灼识咨询数据，我国眼科医疗服务市场规模从 2015 年的人民币 507 亿元增长到 2019 年的 1,037 亿元（2015-2019 CAGR：19.6%）。根据 Frost & Sullivan 数据，我国眼科医疗服务市场规模从 2020 年的 1,378 亿元增长至 2024 年的 2,231 亿元（2020-2024 CAGR：12.8%），并预计于 2025 年进一步增至 2,522 亿元（2020-2025E CAGR：12.8%）。从细分领域来看，2019 年视光服务、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务细分市场规模的前三位，占比分别达到 21%、18% 和 17%。

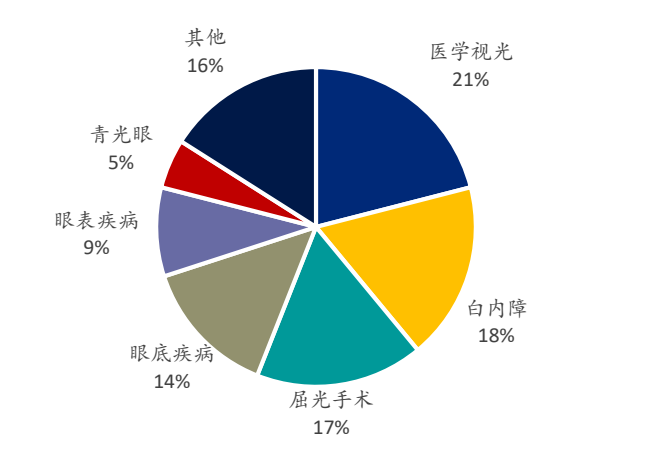
目前中国民营眼科医疗服务已成长至近千亿元市场规模，约占整体眼科医疗服务市场规模四成。根据灼识咨询数据，眼科医疗服务市场中，民营市场规模增长相较公立更为迅速（由于民营眼科医院相较公立医院针对性更强，往往有用更先进医疗设备及良好就医环境，因此越来越多患者选择民营眼科医院就诊），由 2015 年的 189 亿元增长到 2019 年的 402 亿元（2015-2019 CAGR：20.7%；vs 同期公立眼科医疗服务市场增速：18.9%）。根据 Frost & Sullivan 数据，民营机构在 2024 年整体眼科医疗服务市场规模中占比 42%，对应 937 亿元市场规模。

图表 2：我国眼科行业市场规模



注：2015-2019 年数据来自灼识咨询；2020 年、2024 年和 2025E 数据来自 Frost & Sullivan；2020 年和 2025E 数据未拆分公立与民营眼科医院
资料来源：华夏眼科招股说明书、灼识咨询、Frost & Sullivan、浦银国际

图表 3：眼科各领域市场规模占比（2019 年）

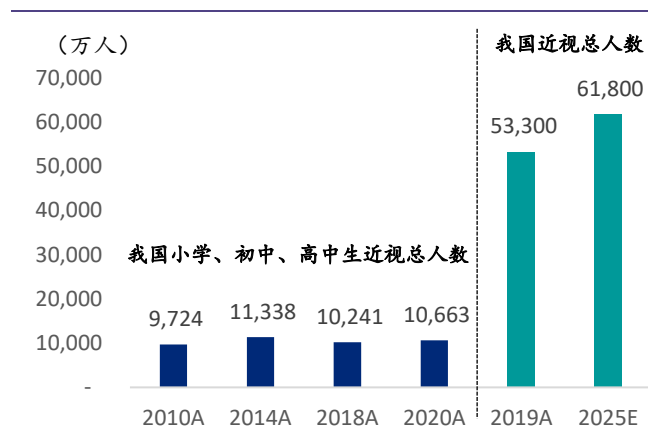


资料来源：华夏眼科招股说明书、灼识咨询、浦银国际

近视患者基数庞大、屈光与视光市场规模持续增长。我国 2019 年近视患者总人数达到 5.33 亿，整体近视率接近 34.2%，远超全球 12.5% 的近视眼整体发病率，2025 年预计患者人数将达 6.18 亿。其中，我国儿童青少年近视率较高，2022 年整体近视率达 51.9%，高中生近视率更是高达 81.2%。长时间阅读及使用电子设备更容易对眼睛造成不可逆的伤害，加剧视力下降、眼睛干涩疲劳等问题，并增加患眼底疾病的风险。

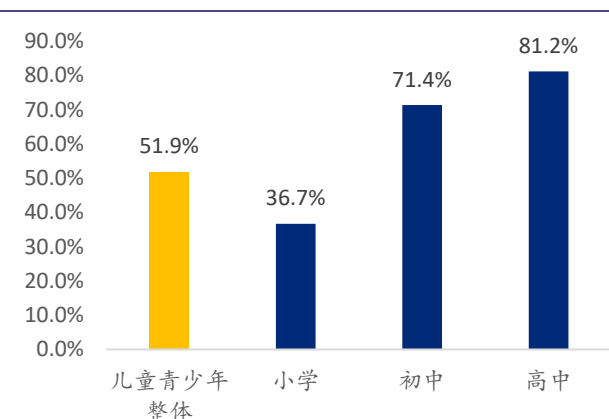
根据灼识咨询数据,中国屈光手术市场规模从2015年的59亿元攀升至2019年的181亿元(2015-2019 CAGR: 32.3%),视光市场规模则从2015年的90亿元增至2019年的228亿元(2015-2019 CAGR: 26.2%)。随着中国屈光不正手术及医学视光的普及,2025年中国屈光手术市场规模预计达725亿元(2020E-2025E CAGR: 28.4%),视光市场规模预计达500亿元(2020E-2025E CAGR: 14.6%)。

图表 4: 我国近视人数



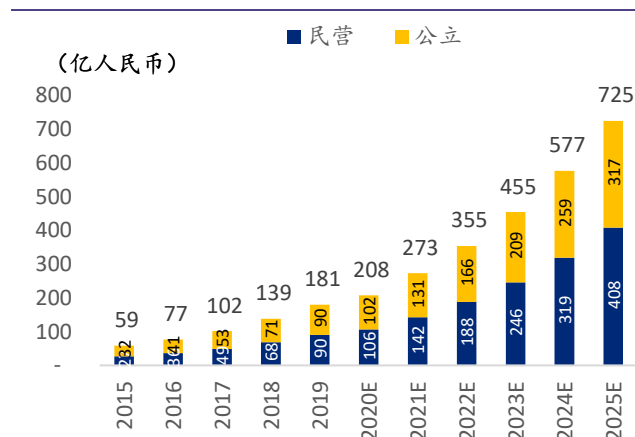
资料来源: 国家卫健委、艾瑞咨询、浦银国际

图表 5: 我国儿童青少年近视率(2022年)



资料来源: 国家疾控局、浦银国际

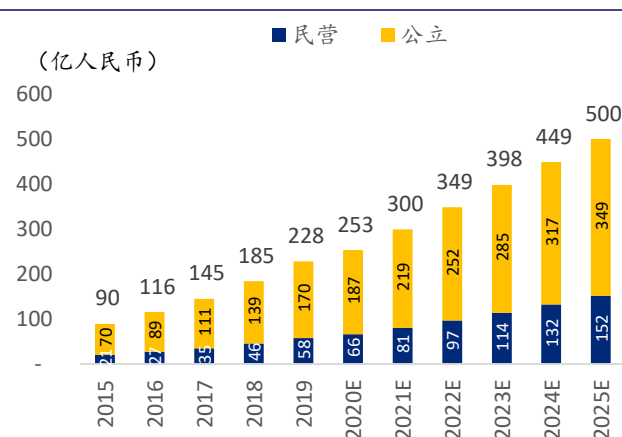
图表 6: 我国屈光手术市场规模



E=灼识咨询预测

资料来源: 华夏眼科招股书、灼识咨询、浦银国际

图表 7: 我国视光手术市场规模

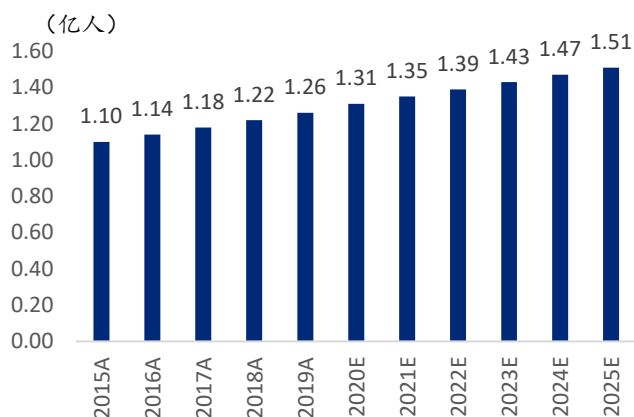


E=灼识咨询预测

资料来源: 华夏眼科招股书、灼识咨询、浦银国际

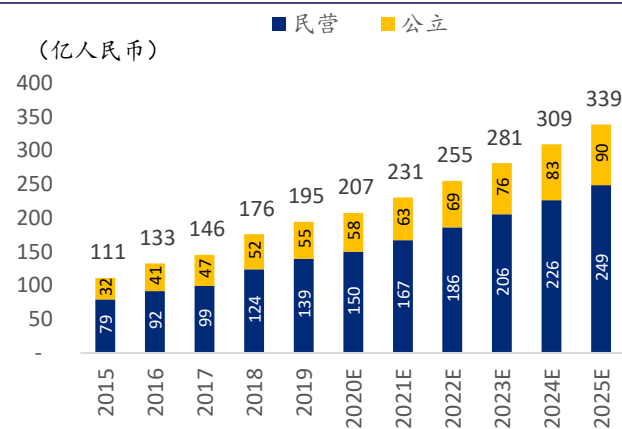
60岁及以上人口白内障发病率高,白内障手术量逐年提升。根据中华医学会眼科学分会数据,我国60-89岁人群白内障发病率为80%,而90岁以上人群发病率则达90%以上。随着我国人口老龄化程度的加深,白内障患者数量呈现上升态势。根据灼识咨询数据,我国白内障患者人数从2015年1.10亿人上升至2019年1.26亿人(2015-2019 CAGR: 3.5%),预计2025年患者人数达1.51亿人(2020E-2025E CAGR: 2.9%),白内障手术市场规模则预计于2025年增长至339亿元(2020E-2025E CAGR: 10.4%)。

图表 8：中国白内障患者人数



资料来源：华夏眼科招股书、灼识咨询、浦银国际

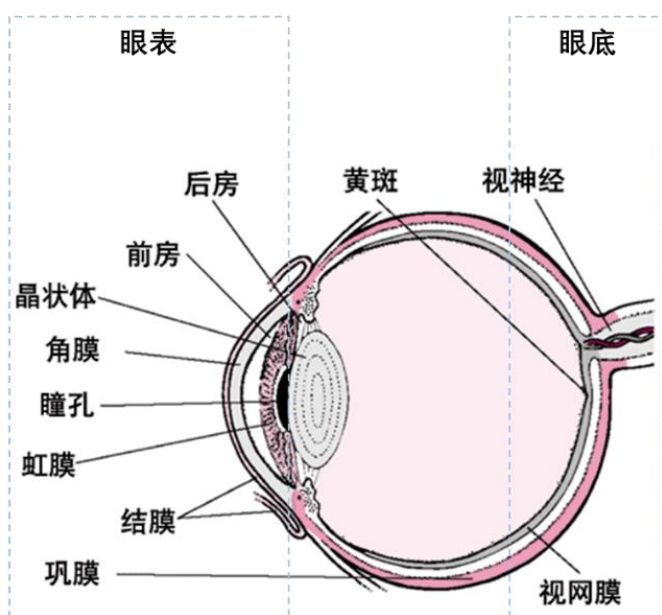
图表 9：中国白内障手术市场规模



资料来源：华夏眼科招股书、灼识咨询、浦银国际

此外，眼表疾病和眼底疾病亦是常见眼科疾病。眼表疾病是一系列损害角膜结膜眼表正常结构与功能的疾病的总称，一般包括所有的浅层角膜病、结膜病以及外眼疾病、泪腺及泪道疾病，其中干眼症、结膜炎、角膜炎、巩膜炎、眼睑疾病、泪道病和翼状胬肉是临床常见的眼表疾病。眼底疾病则是指视网膜、脉络膜、眼球内壁等组织出现炎症、变形、先天异常及这些组织的血管发生病变引起的疾病。常见的眼底疾病包括糖尿病视网膜病变、高血压视网膜病变、年龄相关性黄斑变性、黄斑裂孔、黄斑前膜、玻璃体积血、视网膜脱离、视网膜血管阻塞、近视眼底病变和视神经炎等。

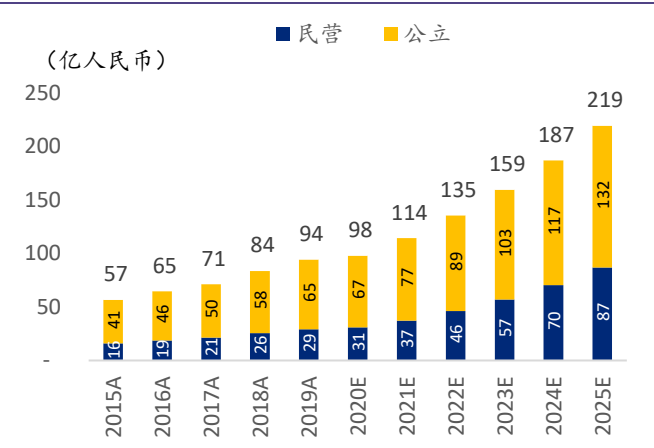
图表 10：眼球结构示意图



资料来源：A+医学百科、浦银国际

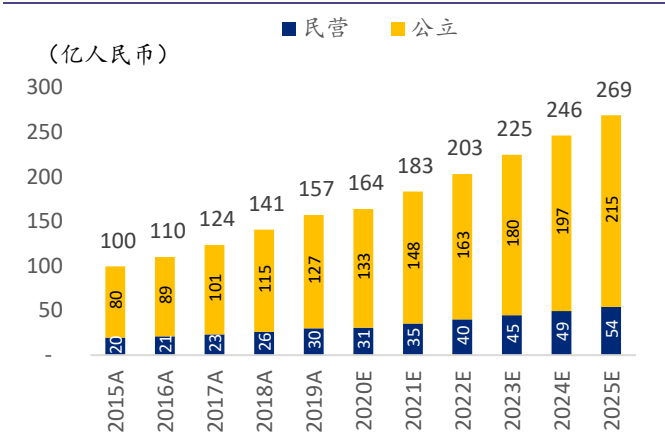
中国眼表疾病整体市场规模从 2015 年的 57 亿元快速增长至 2019 年的 94 亿元（2015-2019 CAGR: 13.3%），2025 年市场规模预计约 219 亿元（2020E-2025E CAGR: 17.4%）。中国眼底疾病整体市场规模从 2015 年的 100 亿元快速增长至 2019 年的 157 亿元（2015-2019 CAGR: 11.9%），2025 年市场规模有望增长至 269 亿元（2020E-2025E CAGR: 10.4%）。

图表 11：中国眼表疾病市场规模



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 12：中国眼底疾病市场规模



资料来源：公司资料、浦银国际

眼部组织结构精密复杂，眼科诊疗技术亦持续迭代升级。当前主流技术路径已涵盖角膜屈光手术（SMILE、LASIK 等）、眼内屈光手术（ICL 植入等）以及白内障超声乳化联合人工晶状体植入等细分领域，屈光不正和白内障等高发眼病的治疗效果显著提升。展望未来，眼科各细分专科将持续向纵深发展，手术微创化、个性化趋势明显，多焦点人工晶体等高端耗材渗透率提升。技术进步叠加居民健康意识增强，有望持续降低患者心理门槛，推动眼科医疗服务渗透率提升，为行业带来持续增长动力。

图表 13：常见眼科疾病治疗方式

眼科疾病	常用治疗手段	治疗目的
屈光不正	屈光手术（角膜屈光手术、眼内屈光手术、屈光手术矫正老视等）	治愈
	医学视光（框架眼镜、角膜接触镜等）	控制
白内障	手术治疗（超声乳化白内障吸除术、白内障囊外摘除术、飞秒激光辅助下白内障摘除术、人工晶体植入术、多焦点人工晶体植入等）	治愈
	药物治疗（部分滴眼液等）	延缓
青光眼	药物治疗（缩瞳剂、β-肾上腺素受体阻滞剂、α-肾上腺素受体激动剂、前列腺素衍生物、碳酸酐酶抑制剂、高渗剂等）	控制
	激光治疗（Nd:YAG 激光虹膜切开术、氩激光或半导体激光周边虹膜成形术、选择性激光小梁成形术等）	
	手术治疗（周边虹膜切除术、小梁切除术、非穿透性小梁手术、睫状体冷凝术、青光眼白内障联合手术等）	
眼底病	药物治疗（玻璃体内注射抗 VEGF 药物等）	改善或挽救视力
	激光治疗（激光光凝、经瞳温热疗法、光动力疗法等）	
	手术治疗（玻璃体切割术等）	
干眼	非药物治疗（眼睑清洁、热敷及睑板腺按摩等物理疗法、湿房镜及硅胶眼罩、软性角膜接触镜、泪小点栓塞等）	改善
	药物治疗（人工泪液替代、口服药物局部抗炎与免疫抑制治疗）	
	手术治疗（自体颌下腺移植等）	

资料来源：普瑞眼科招股说明书、浦银国际

公司简介

爱尔眼科创立于 2002 年，并于 2009 年完成创业板上市，是全球规模领先的眼科医疗服务连锁集团。截至 2025 年 6 月 30 日，爱尔眼科品牌医院、眼科中心及诊所在全球范围内共有 989 家，其中中国内地 820 家（含并购基金内医院数）、香港 9 家、欧洲 141 家、东南亚 18 家、美国 1 家，形成了覆盖全球的医疗服务网络。得益于强大广阔的全球服务网络，公司于 2024 年实现门诊量超过 1,600 万人次，手术量超过 120 万例。

公司业务涵盖屈光手术、白内障、眼前段、眼后段等全眼科诊疗服务及医学视光服务。在国内，公司采取“分级连锁”发展模式及其配套的经营管理体系，通过不同层级医院的功能定位，构建分级诊疗体系，提高资源共享效率及医疗水平，持续增强集团整体实力和各家医院的竞争力。在海外，公司通过重点区域“高地布局”战略，实现医疗技术与全球先进水平同步发展、多层次服务体系吸纳融合，逐步搭建世界级科研、人才及技术创新平台，加强国内外学术交流合作，促进科研成果转化，更有效地助力公司高质量发展。

图表 14：爱尔眼科发展里程碑

年份	里程碑
2002 年	● 爱尔眼科品牌创立 ● 第一家全资医院“长沙爱尔眼科医院”成立
2009 年	● IPO 创业板上市，募集资金 8.82 亿元
2013 年	● 中南大学爱尔眼科学院成立 ● 爱尔眼科研究所成立
2014 年	● 设立并购基金，推出合伙人计划
2015 年	● 眼科医疗布局进入中国香港（收购亚洲医疗）
2017 年	● 眼科医疗布局美国、欧洲（收购美国 Wang Vision 眼科中心、收购欧洲 Clinica Baviera）
2019 年	● 眼科医疗布局进入东南亚（收购 ISEC 眼科集团）
2022 年	● 实施新十年发展战略，打造“1+8+N”计划
2024 年	● 公司进入英国，爱尔眼科旗下 Clinica Baviera 眼科集团收购 Optimax 集团

资料来源：公司资料、浦银国际

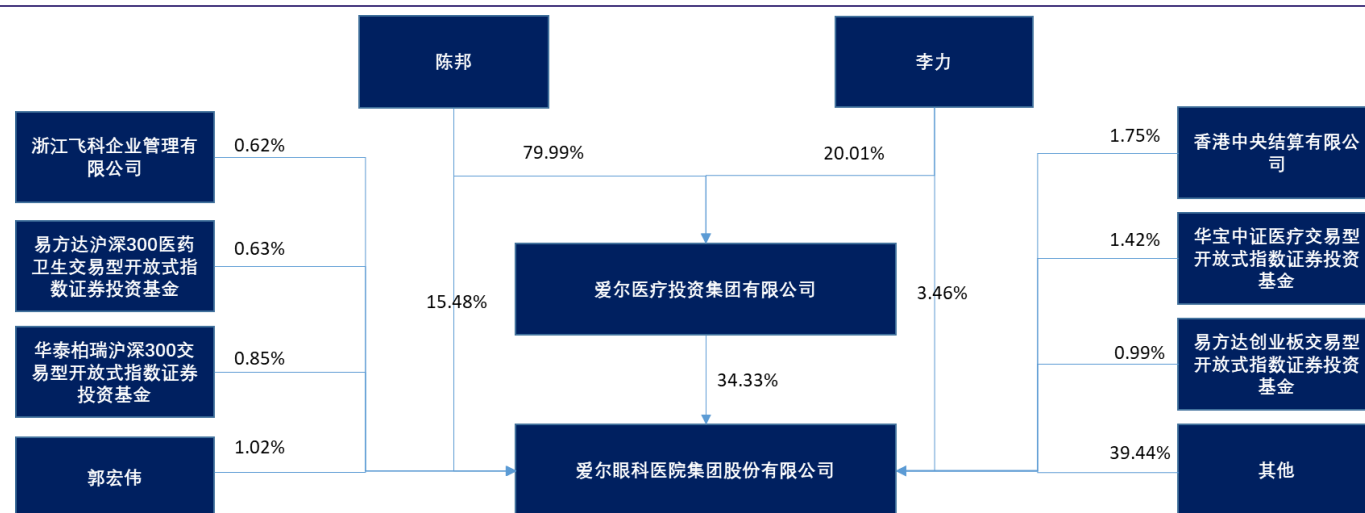
图表 15：爱尔眼科线下医疗机构分布（截至 1H25）



资料来源：公司资料、浦银国际

截至 3Q25 末，公司创始人陈邦为实际控制人，直接持有爱尔上市主体 15.48% 股份，并通过爱尔医疗投资集团有限公司持有上市主体 34.33% 股权。

图表 16：爱尔眼科股权结构（截至 3Q25 末）

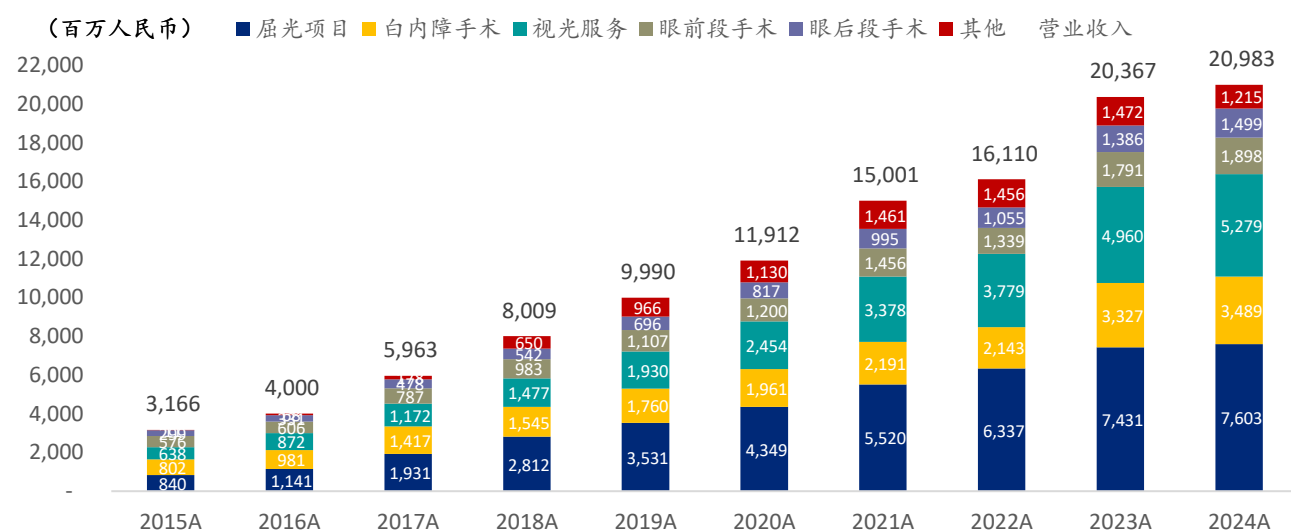


资料来源：公司资料、浦银国际

民营眼科龙头，过去十年收入利润高速增长

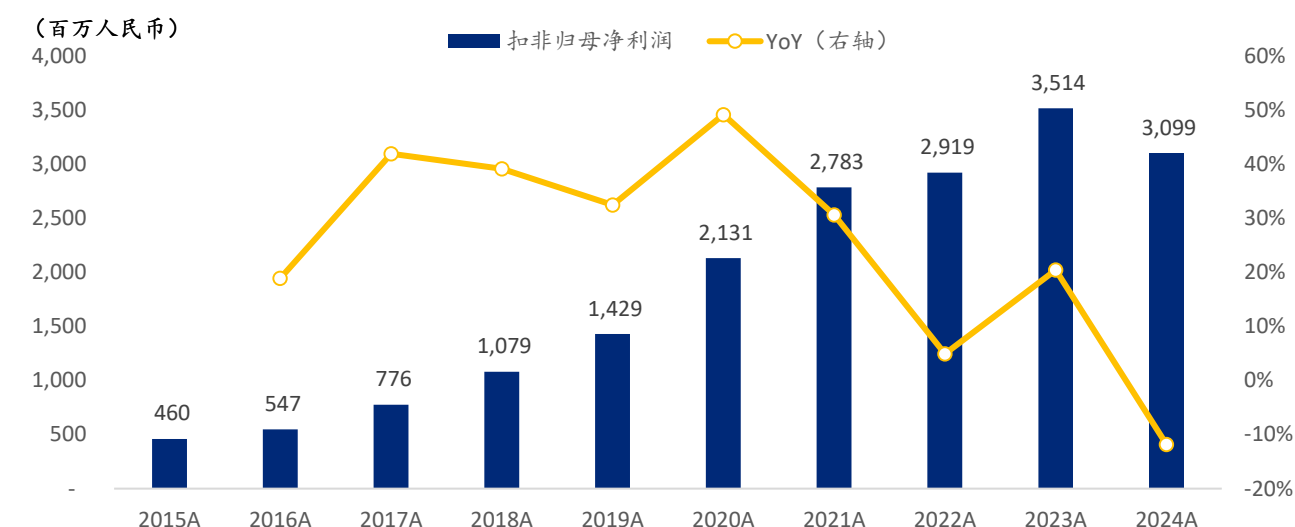
在过去十年，爱尔眼科的收入和利润均实现了~23% CAGR 的高速增长。过去 10 年间，爱尔眼科营业收入快速增长，由 2015 年人民币 31.7 亿元增长至 2024 年 209.8 亿元（2015-2024 CAGR: 23.4%）；扣非归母净利润亦随之快速增长，由 2015 年的 4.6 亿元增长至 2024 年 30.1 亿元（2015-2024 CAGR: 23.6%），维持与收入相类似的年复合增速。

图表 17：爱尔眼科收入（2015-2024 年）



资料来源：公司资料、浦银国际

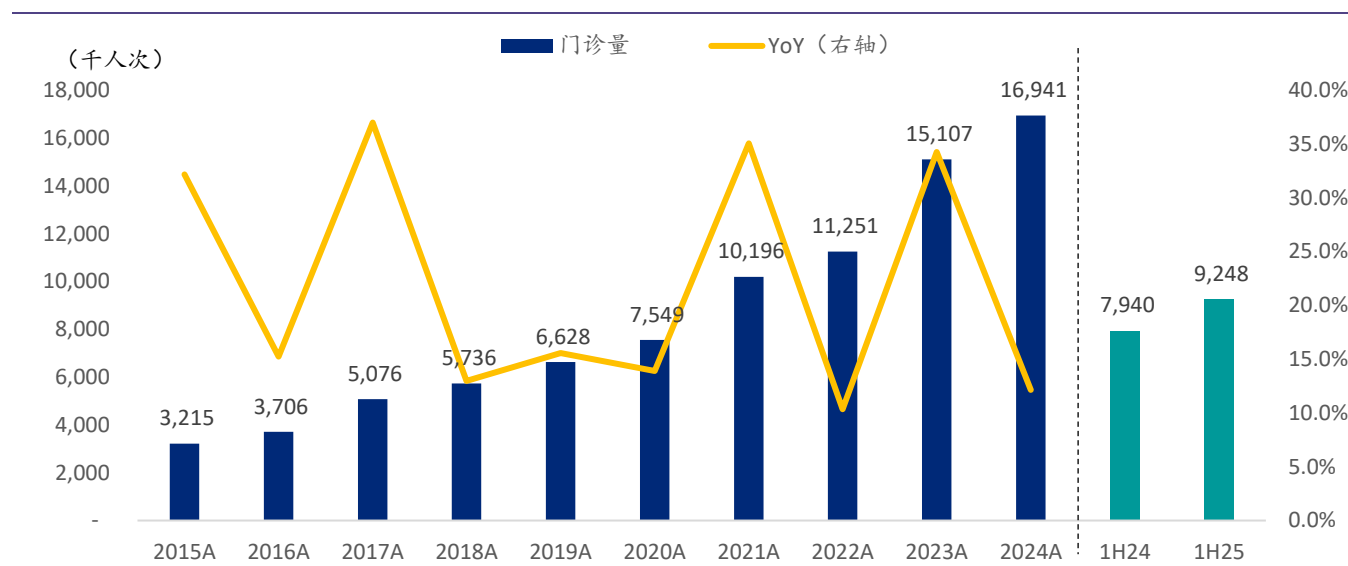
图表 18：爱尔眼科扣非归母净利润（2015-2024 年）



资料来源：公司资料、浦银国际

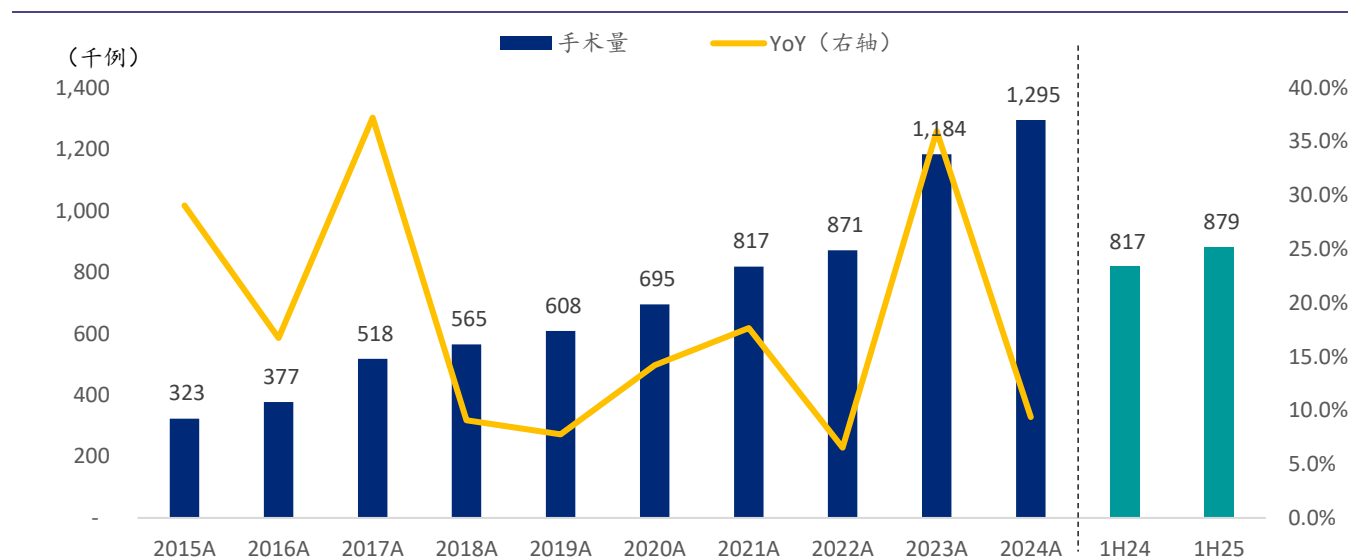
在过去十年,公司门诊量和手术量亦实现亮眼增速,分别为 20%、17% CAGR。2015-2024 年间,公司门诊量由 2015 年的 322 万人次增至 2024 年的 1,694 万人次(20.3% CAGR);手术量则由 2015 年的 32.3 万例增至 2024 年的 129.5 万例(16.7% CAGR)。1H25 公司实现门诊量 925 万人次(+16.5% YoY),完成手术量 87.9 万例(+7.6% YoY)。

图表 19: 爱尔眼科门诊量及同比增速



资料来源: 公司资料、浦银国际

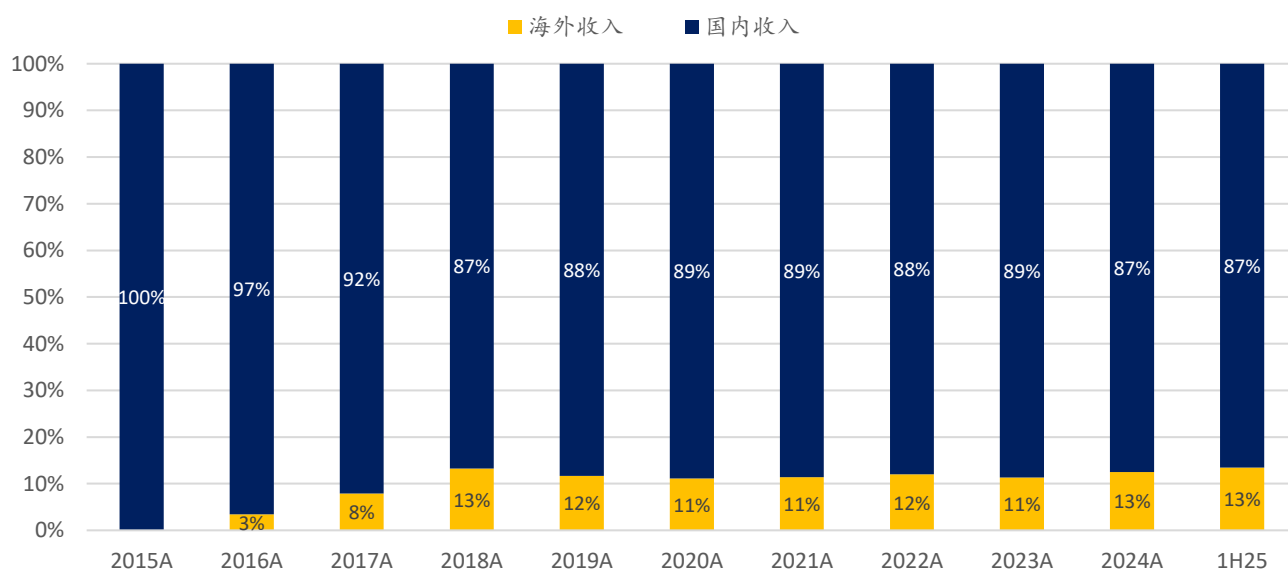
图表 20: 爱尔眼科手术量及同比增速



资料来源: 公司资料、浦银国际

公司自 2015 年开始国际化布局，国际化业务收入目前占比 13%，未来有望持续提升。公司自 2015 年起布局国际化业务，目前已在欧洲、东南亚、香港及美国等地进行布局。截至 1H25 末，爱尔在境外已布局 169 家眼科中心及诊所。从收入占比看，2024 年和 1H25 公司国际化收入占比均稳定在 13% 左右。未来随着欧洲和东南亚地区收入持续以双位数增速增长，国际化收入有望长期持续提升。

图表 21：爱尔眼科国内与海外收入占比

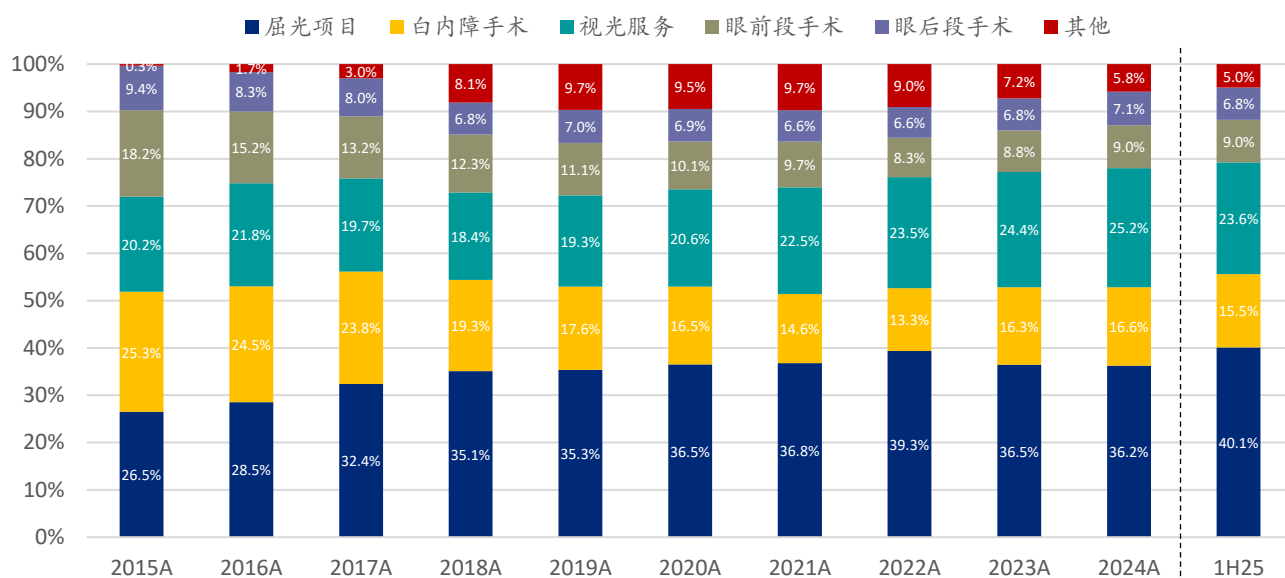


资料来源：公司资料、浦银国际

屈光、视光业务为公司收入增长重要驱动力，贡献公司超六成收入且占比逐步提升。公司业务包括：1) 屈光手术 (1H25 占公司收入 40.1%); 2) 视光服务 (1H25 占公司收入 23.6%); 3) 白内障手术 (1H25 占公司收入 15.5%); 4) 眼前段手术 (1H25 占公司收入 9.0%); 5) 眼后段手术 (1H25 占公司收入 6.8%) 及; 6) 其它业务 (1H25 占公司收入 5%)。

从收入占比看，公司屈光业务收入占总收入比例由 2015 年的 26.5% 增至 1H25 的 40.1%，视光业务收入占比由 2015 年的 20.2% 增长至 2025 年的 23.6%，屈光、视光业务 1H25 合计贡献公司收入 63.7%，较 2015 年占比 (46.7%) 显著提升。此外，白内障项目、眼前段手术收入占比均较 2015 年有所下降，眼后段手术收入占比则基本持平。

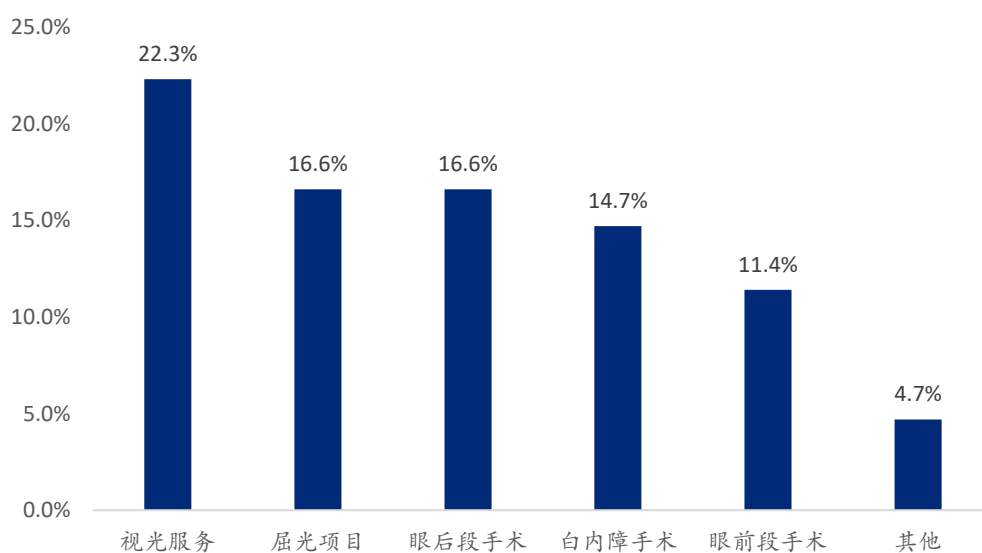
图表 22：爱尔眼科收入构成



资料来源：公司资料、浦银国际

从 2019-2024 年收入增速看，各业务板块年均复合增速（CAGR）最快的为视光服务，达到 22.3% CAGR，其中，屈光项目、眼后段及白内障均实现不错增速，分别为 16.6% CAGR、16.6% CAGR 和 14.7% CAGR，眼前段则在同期实现 11.4% CAGR。

图表 23：爱尔眼科各业务板块 2019-2024 年收入 CAGR

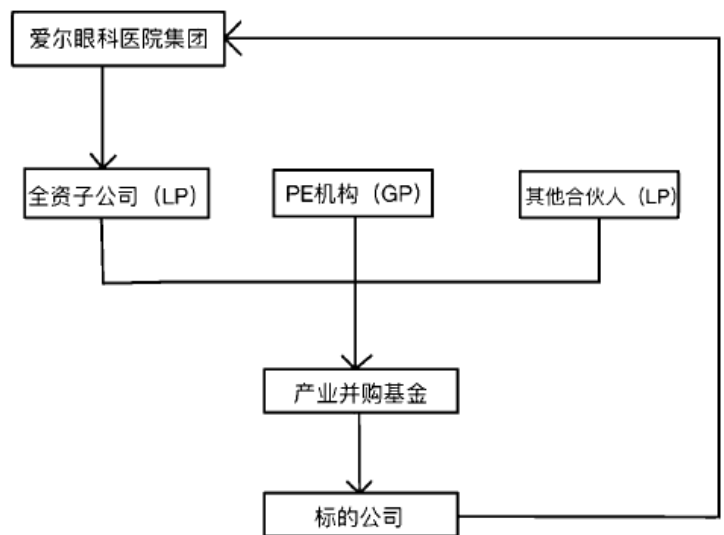


资料来源：公司资料、浦银国际

并购基金模式助力集团稳步实现规模扩张

“上市公司+PE”并购模式有效助力集团稳步实现规模扩张。公司于 2014 年推出“上市公司+PE”的并购模式，至今已运行超 10 年，该并购模式已较为成熟。具体而言，该模式可分为以下主要步骤：1) 爱尔眼科出资设立全资子公司，该子公司作为有限合伙人与 PE、其他第三方有限合伙人共同成立产业并购基金（爱尔眼科子公司在并购基金中的出资比例通常低于 20%）；2) 产业并购基金为亏损的医院提供资金支持，并将成熟的管理经验引入标的医院，使其渡过 3-5 年的培育阶段；3) 将培育成功的优质体外资产以合适的价格并入爱尔眼科上市公司体系内，PE 获得相应退出收益，爱尔眼科通过并购新增盈利及现金流相较稳定的线下实体医院，从而实现 PE 与爱尔眼科上市主体的双赢。截至 1H25，爱尔眼科的并购基金中包含 225 家医疗机构。

图表 24：爱尔眼科产业并购基金运作模式



资料来源：《“爱尔眼科+PE”产业并购基金对企业价值影响的分析》、浦银国际

公司依据医院未来成长性以及当前市场环境给予相应估值，过去两年收购估值平均为 2x 静态市销率。根据 2024-2025 年两年间公司公布的收购标的财务数据及收购成本看，公司近两年收购体外医院估值基本维持在 2x 静态市销率（PS），但市盈率（PE）浮动较大，或与部分医院亏损及医保控费下医院盈利波动性较大有关。具体来看，2025 年 8 月（[链接](#)），公司收购铜仁爱尔、桃江爱尔、牡丹江爱尔 3 家医院，收购对价对应平均静态 PS 2.2x（根据 2024 年全年收入计算）及静态 PE 26.6x；2024 年 7 月（[链接](#)），公司收购虎门爱尔、运城爱尔等 35 家医院，收购对价对应平均静态 PS 1.8x（根据 2023 年全年收入计算）及静态 PE 55.6x。

图表 25：2024-2025 年爱尔眼科部分收购标的估值

收购标的	上一年收入 (人民币万元)	上一年 净利润 (人 民币万元)	净利润率	收购股权	交易作价 (人民币万元)	静态 PS	静态 PE
2025年8月收购铜仁爱尔、桃江爱尔、牡丹江爱尔						2.2	26.6
铜仁爱尔仁爱眼科医院	5,658.4	1,218.7	21.5%	71.0%	8,449.0	2.1	9.8
桃江爱尔眼科医院	928.8	32.2	3.5%	70.0%	1,330.0	2.0	59.0
牡丹江爱尔焦点眼科门诊部	626.3	137.0	21.9%	51.0%	768.0	2.4	11.0
2024年7月收购虎门爱尔、运城爱尔等35家医院						1.8	55.6
东莞虎门爱尔眼科医院	4,391.4	561.7	12.8%	51.0%	4,080.0	1.8	14.2
运城市爱尔眼科医院	5,106.5	370.9	7.3%	51.0%	5,304.0	2.0	28.0
天津武清爱尔眼科医院	1,622.6	217.1	13.4%	70.0%	2,170.0	1.9	14.3
天津宝坻区爱尔眼科医院	1,527.9	161.4	10.6%	70.0%	2,100.0	2.0	18.6
渭南爱尔眼科医院	1,942.2	-173.7	-8.9%	65.0%	2,080.0	1.6	NA
诸暨爱尔眼科医院	1,709.4	-53.3	-3.1%	70.0%	2,310.0	1.9	NA
莱芜爱尔眼科医院	2,235.9	135.2	6.0%	70.0%	3,220.0	2.1	34.0
晋江爱尔眼科医院	2,232.0	73.9	3.3%	70.0%	3,150.0	2.0	60.9
邵东爱尔眼科医院	1,497.1	238.8	15.9%	51.0%	1,479.0	1.9	12.1
宁德爱尔眼科医院	3,043.2	-155.4	-5.1%	70.0%	4,130.0	1.9	NA
绥中爱尔眼科医院	981.4	-4.4	-0.4%	75.0%	1,050.0	1.4	NA
红安爱尔眼科医院	853.7	-71.8	-8.4%	70.0%	1,050.0	1.8	NA
来凤爱尔眼科医院	936.0	-47.5	-5.1%	70.0%	1,050.0	1.6	NA
莱阳爱尔眼科医院	1,037.2	-93.2	-9.0%	70.0%	1,470.0	2.0	NA
梅州爱尔眼科医院	3,101.4	148.7	4.8%	70.0%	4,200.0	1.9	40.3
靖州爱尔眼科医院	1,350.8	188.7	14.0%	51.0%	1,020.0	1.5	10.6
信阳爱尔眼科医院	2,464.9	-94.2	-3.8%	70.0%	2,884.0	1.7	NA
衡水爱尔眼科医院	4,137.7	239.7	5.8%	70.0%	5,040.0	1.7	30.0
福州爱尔眼科医院	7,054.9	-108.2	-1.5%	50.7%	7,608.7	2.1	NA
崇左爱尔眼科医院	2,369.5	171.0	7.2%	75.0%	3,375.0	1.9	26.3
吕梁爱尔眼科医院	1,503.4	-234.7	-15.6%	75.0%	2,025.0	1.8	NA
康平爱尔眼科医院	875.7	24.8	2.8%	80.0%	1,200.0	1.7	60.6
宾阳爱尔眼科医院	1,755.9	247.4	14.1%	80.0%	3,312.0	2.4	16.7
泸州龙马潭爱尔眼科医院	1,165.0	-208.2	-17.9%	91.7%	1,733.9	1.6	NA
大悟爱尔眼科医院	714.3	-61.4	-8.6%	65.0%	890.5	1.9	NA
盐城曙光爱尔眼科医院	3,720.7	-104.0	-2.8%	65.0%	4,355.0	1.8	NA
辽阳爱尔瞳明眼科医院	2,621.9	159.2	6.1%	55.0%	2,799.5	1.9	32.0
大冶爱尔眼科医院	1,440.4	44.2	3.1%	70.0%	1,540.0	1.5	49.8
凤城爱尔眼科医院	762.9	3.5	0.5%	78.4%	940.5	1.6	346.8
六盘水爱尔眼科医院	3,181.0	-234.3	-7.4%	70.0%	4,130.0	1.9	NA
华容爱尔眼科医院	1,010.5	47.4	4.7%	51.0%	714.0	1.4	29.6
涿水爱尔眼科医院	1,094.5	9.9	0.9%	75.0%	1,500.0	1.8	201.2
邹平爱尔眼科医院	2,649.1	46.3	1.7%	51.0%	2,550.0	1.9	107.9
枝江爱尔眼科医院	1,239.8	249.9	20.2%	55.0%	1,600.5	2.3	11.6
澧县爱尔眼科医院	1,596.2	164.9	10.3%	51.0%	1,785.0	2.2	21.2

*静态市销率=收购标的评估价值/上一完整年度营业收入

资料来源：公司资料、浦银国际

国内业务：“1+8+N”战略下，核心医院建设基本完成，有望进一步提升区域网络整体发展

2022 年，在已有分级连锁模式基础上，公司提出“1+8+N”策略进一步深化分级连锁网络体系。我国医疗资源长期面临分布不均的挑战，优质医疗资源多数集中在一二线城市，低线城市的医疗资源相对短缺。为了在优质医师资源有限的前提下进一步满足眼科疾病患者的治疗需求，公司于 2022 年正式提出“1+8+N”的战略，即以 1 家世界级眼科医学中心（长沙爱尔）、8 家国家及区域眼科医学中心（北京、上海、广州、深圳、武汉、沈阳、成都、重庆）带动 N 家眼科医院高质量发展。该战略计划通过中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心建设，拉动区域内纵向分级连锁网络体系建设，同时通过构建一城多院、眼视光门诊部（诊所）横向同城分级诊疗网络，逐步形成“横向成片、纵向成网”的布局，从而在保证医疗治疗效果的同时，实现在更广泛区域为患者提供眼科诊疗服务。

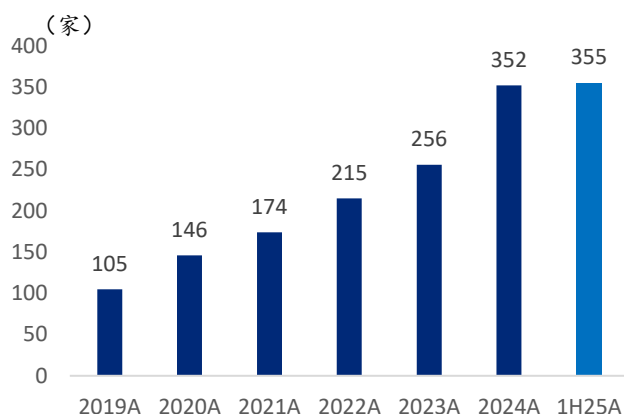
图表 26：爱尔眼科分级连锁模式



资料来源：公司资料、浦银国际

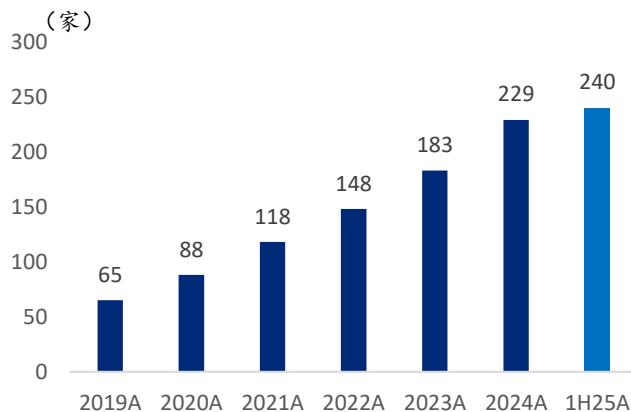
目前“1+8+N”战略的中心城市和重点省会城市建设基本完成。截至 1H25 末，公司境内医院 355 家，门诊部 240 家，“1+8+N”战略中的“1”（长沙爱尔）以及“8”中的上海、广州、成都、重庆、深圳、沈阳、武汉等地的眼科中心均已投入运营，剩余的北京爱尔正在建设中，预计 2026 年初转固。随着“1+8+N”战略陆续落地，中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心正逐步投入使用。

图表 27：爱尔眼科境内医院数量



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 28：爱尔眼科境内门诊部数量



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 29：爱尔眼科重点医院收入及利润

单位：百万元人民币	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
长沙爱尔眼科医院						
营业收入	392	444	458	467	552	565
营业利润	135	171	179	136	139	126
净利润	134	169	177	136	139	124
广州爱尔眼科医院						
营业收入	217	216	245	265	317	275
营业利润	48	54	53	58	72	45
净利润	36	45	40	49	57	39
深圳爱尔眼科医院						
营业收入	233	241	298	256	296	232
营业利润	45	71	75	62	78	61
净利润	36	50	53	45	58	45
武汉爱尔眼科医院						
营业收入	546	485	538	507	637	540
营业利润	176	164	173	159	225	165
净利润	123	142	147	136	183	139
辽宁爱尔眼科医院						
营业收入	NA	NA	NA	380	459	419
营业利润	NA	NA	NA	111	157	118
净利润	NA	NA	NA	87	110	115
成都爱尔眼科医院						
营业收入	375	381	417	382	445	383
营业利润	138	140	156	143	159	121
净利润	111	107	127	120	121	101
重庆爱尔眼科医院						
营业收入	258	245	260	257	305	256
营业利润	68	60	58	57	77	46
净利润	58	44	49	48	64	38
衡阳爱尔眼科医院						
营业收入	163	172	191	183	207	201
营业利润	57	59	62	52	63	64
净利润	49	41	46	39	48	61
东莞爱尔眼科医院						
营业收入	163	192	232	247	248	225
营业利润	62	77	85	89	82	74
净利润	44	54	59	64	55	53
南宁爱尔眼科医院						
营业收入	158	NA	NA	NA	254	224
营业利润	38	NA	NA	NA	60	54
净利润	30	NA	NA	NA	45	45

资料来源：公司资料、浦银国际

国际化持续推进，“高地布局”追求高质量发展

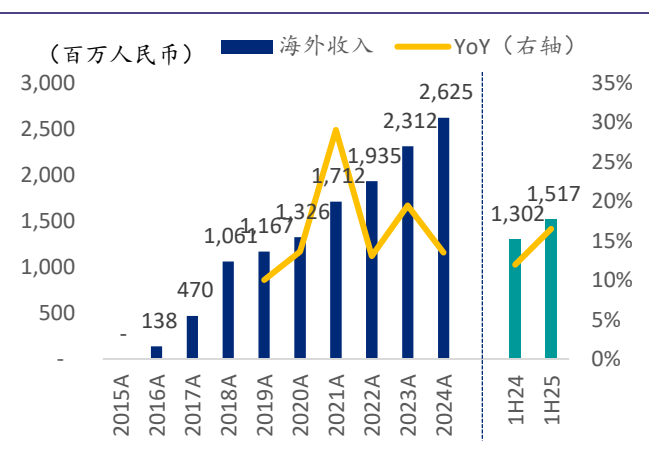
过往十年公司国际化进程持续推进，目前已覆盖包含欧洲、东南亚在内的等多个海外市场。公司自 2015 年起布局国际化业务，已陆续在香港、欧洲、美国和东南亚地区进行布局。截至 1H25 末，爱尔在境外已布局 169 家眼科中心及诊所，包括欧洲 141 家、东南亚 18 家、香港 9 家、美国 1 家。从收入角度看，在 2019-2024 年，公司海外收入增速达到 17.6% CAGR，维持亮眼的快速增长态势。

图表 30：爱尔眼科国际化进程



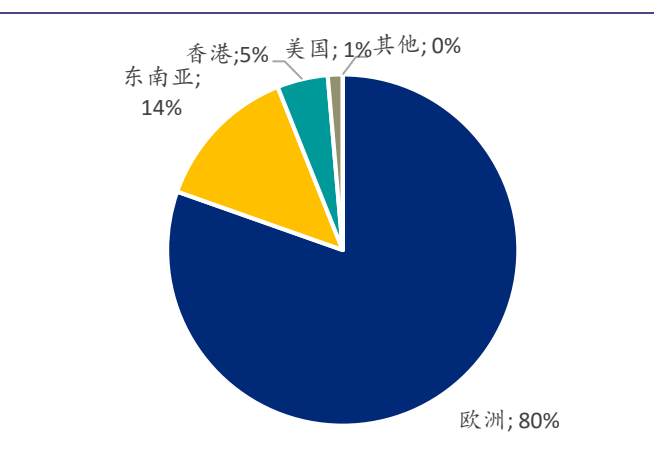
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 31：爱尔眼科海外收入



资料来源：公司资料、浦银国际

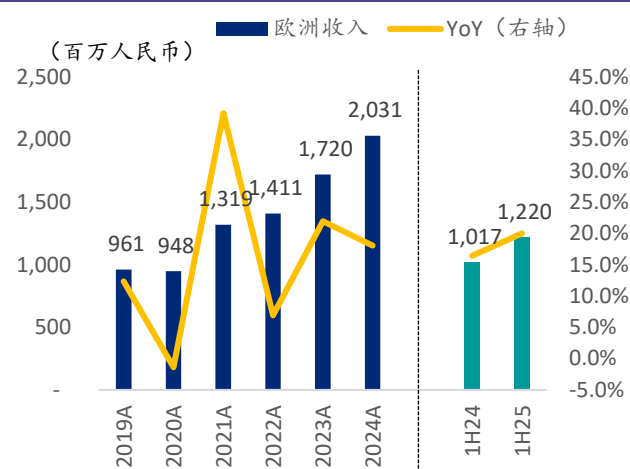
图表 32：爱尔眼科海外收入构成 (1H25)



资料来源：公司资料、浦银国际

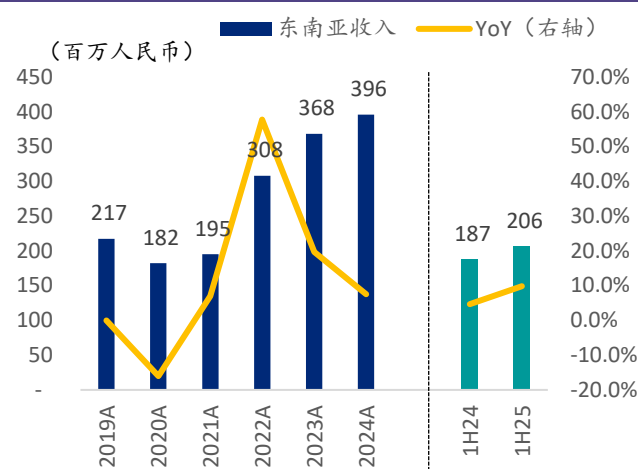
近年来欧洲与东南亚业务增长亮眼，是公司国际化战略的两大重要市场。凭借充足的眼科医疗机构数（1H25：欧洲 141 家，东南亚 18 家），欧洲市场与东南市场为公司海外业务重点市场。具体来说，公司于 2017 年通过收购 Clinica Baviera 进入欧洲市场，2019-2024 年公司欧洲业务收入增长迅速，实现 16% CAGR。此外，公司于 2019 年进入东南亚市场，2020-2024 年实现 21% CAGR。

图表 33：爱尔眼科欧洲收入



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 34：爱尔眼科东南亚收入



资料来源：公司资料、浦银国际

虽然不同海外地区并购估值存在一定差异，但公司大部分海外并购估值低于 $2x$ PS。公司自 2015 年起通过收购的方式进入多个境外市场。从收购的估值看，不同地区估值差异较大（取决于当地医疗服务标的估值水平、业务增长潜力和市场规模），其中 2015 年收购香港亚洲医疗集团的静态市销率 $1.7x$ ；2017 年收购欧洲 CB 的静态市销率为 $1.8x$ ，2019 年收购 ISEC 公司 35% 股权（东南亚市场）的估值对应静态市销率 $4.7x$ 。

图表 35：爱尔眼科海外收购

	收购标的	收购比例	收购价格	标的收入	PS
2015 年 11 月	亚洲医疗集团有限公司	100%	2.12 亿港元	2014 年收入 1.24 亿港元	1.7
2017 年 1 月	AW Healthcare Management	75%	1800 万美元	2015 年收入 794.4 万美元	3.0
2017 年 4 月	Clinica Baviera	90%	1.52 亿欧元	2016 年收入 9,157.2 万欧元	1.8
2019 年 8 月	ISEC	35%	6707 万新加坡元	2018 年收入 4044 万新加坡元	4.7
2024 年 6 月	Optimax	100%	1170 万欧元	NA	NA

资料来源：公司资料、浦银国际

医教研体系逐渐完善，多元化激励机制吸引保留人才

公司医教研体系逐渐完善，科研成果不断转化。公司已构建起“多院、多所、五站、五中心、四基地、一平台、一室”的医教研一体化创新平台体系。2024年上半年，爱尔眼科长沙医学中心正式成立，标志着长沙爱尔眼科医院建设世界级眼科医学中心正式驶入高质量发展的“快车道”。同年，爱尔眼科国家级博士后科研工作站获批独立招收博士后研究人员资格，公司希望将其打造成为吸引并培养科技青年人才的重要科技创新平台。公司与中国科学院计算技术研究所联合申报的“数据隐私驱动的联邦协同智能眼科辅诊大模型”获批 2024 年湖南省人工智能大模型技术应用项目建设计划。公司的科研创新成果不断转化，医教研平台优势进一步得到提升。

图表 36：爱尔眼科医教研一体化创新平台体系

创新平台	组成机构
多院	与中南大学、武汉大学、暨南大学、四川大学、东北大学、香港理工大学等合作，打通专科-本科-硕士-博士培养链路。
多所	爱尔眼科研究所、爱尔眼视光研究所、爱尔屈光研究所、爱尔白内障与人工晶状体研究所、爱尔数字眼科研究所、爱尔欧洲眼科研究所等。
五站	国家博士后科研工作站、湖南省院士专家工作站、湖南省专家工作站、湖南省外国专家工作站、湖南省视光学会长沙服务站。
五中心	爱尔眼科全球眼科医学研究中心、湖南省眼视光工程技术研究中心、湖南省青光眼智能辅助诊断与新材料应用工程技术研究中心、湖南省眼表疾病临床医疗技术研究中心、湖南省企业技术中心等。
五基地	湖南省“海智计划”工作基地、湖南省眼视光国际科技合作基地、湖南省引才引智示范基地、眼健康湖南省科普基地、湖南省科普教育基地。
一平台	医疗辅助诊断系统长沙市新一代人工智能开放创新平台。
一室	与暨南大学联合成立视觉损伤修复联合实验室，深入开展视觉系统的损伤与修复等领域的研究。

资料来源：公司资料、浦银国际

多元激励机制，持续激发全体员工积极性。自上市以来，爱尔眼科先后实施了股票期权、限制性股票、合伙人计划等诸多形式的人才激励政策，使核心人才和公司构成长期利益合作关系，促进资源共享，持续激发全体员工积极性。

首先，就股权激励而言，截至 2025 年中，公司累计先后实施四次股权激励，覆盖人数和股票激励逐次增加。最近一轮股权激励为公司于 2021 年实施的新一轮限制性股票激励计划，激励对象超过 6000 人。

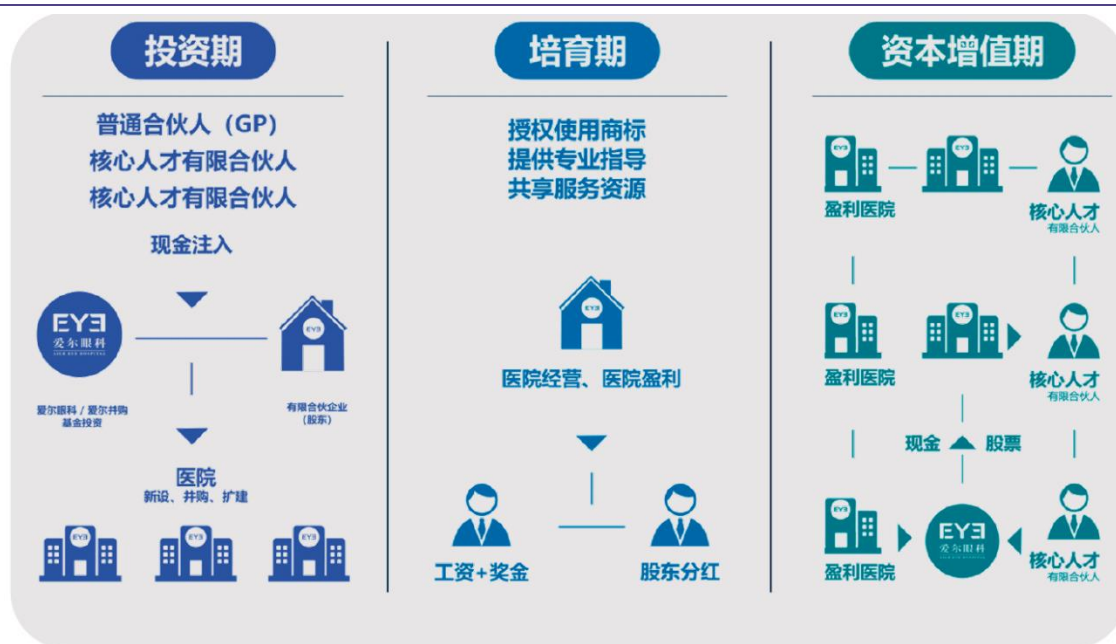
图表 37：爱尔眼科 2021 年股权激励计划实施考核目标

解除限售期	业绩考核目标	对应净利润金额	考核目标完成情况
第一个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%；	2021 年归母近利润 20.7 亿元	完成
第二个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 40%；	2022 年归母近利润 24.1 亿元	完成
第三个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 60%；	2023 年归母近利润 27.6 亿元	完成
第四个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 80%；	2024 年归母近利润 31.0 亿元	完成
第五个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 100%；	2025 年归母近利润 34.5 亿元	NA

资料来源：公司资料、浦银国际

此外，公司首创合伙人计划以奖励及保留核心人才。简单而言，核心人才可作为合伙人股东与爱尔眼科共同投资设立新医院或进行医院并购及扩建，合伙人将根据出资比例获得分红。此外，在新医院达到一定盈利水平后，公司可通过发行股份、支付现金或两者结合的方式收购合伙人持有的医院股权，从而实现合伙人对新医院投资的增值。

图表 38：爱尔眼科合伙人计划



资料来源：公司资料、浦银国际

公司重视各类人才的引进与培养，持续引入国际领军人才与行业领先人才。公司持续招募全国知名专家担任各省区副总院长/医院副总院长，并对人才进行分层次重点培养，开设了中青年科研能力培训班，期望建设一批承接国家重点科研平台和重大科技项目团队的人才队伍。此外，公司还针对主治职称及以下青年眼科医师和县级医院基层眼科医生制定了“繁星计划暨基层医生临床能力三年强化培训及考核规程”，并与多家国内知名高校开展战略合作，联合培养眼科硕士、博士研究生。

研发 AI 智能体，赋能眼科临床与医院管理

公司拥有丰富的眼科诊疗数据，可赋能 AI 训练及多个核心眼科应用场景。受益于爱尔眼科广泛布局的医疗网络，公司拥有行业内最丰富的眼科门诊量和手术量数据。这些数据资源五大核心应用场景包括：AI 辅助诊断与决策、全域公共卫生筛查网络、科研数据引擎、智能健康服务生态、近视防控数字化治理。

爱尔眼科持续深化“数字眼科”战略，已有多个 AI 技术及项目落地。目前公司 AI 相关产品与项目主要包括：1) AierGPT 及爱尔数字人：公司与中科院计算所共同打造的下一代智能眼健康交互平台，包括眼科大模型 AierGPT 及具有实时语音、文本交互的导诊与辅诊平台系统“爱尔数字人”；2) “AI 眼科医生”智能体：公司依托智慧医院平台等系统，持续开发并完善预问诊、智能辅诊、医保智能审核、DRG 数据统计、AI 检查检验报告解读、异常指标分析与个性化建议、智能随访等功能，推进移动端医生工作站建设；3) 与华为云签署战略合作协议，致力于打造“有温度的 AI 智慧眼科医院”。

公司在眼科 AI 领域的发展战略清晰，未来将聚焦 4 个主要方向，包括：1) 全面推进“有温度的 AI 智慧眼科医院”建设，启动“AI 眼科医生”智能体研发；2) 推进数据资源化，积极开展数据资源入表；3) 完善爱尔远程医疗中心建设并推广应用；4) 与外部科研院所合作，推进研究成果转化。

图表 39：爱尔眼科 AI 战略蓝图

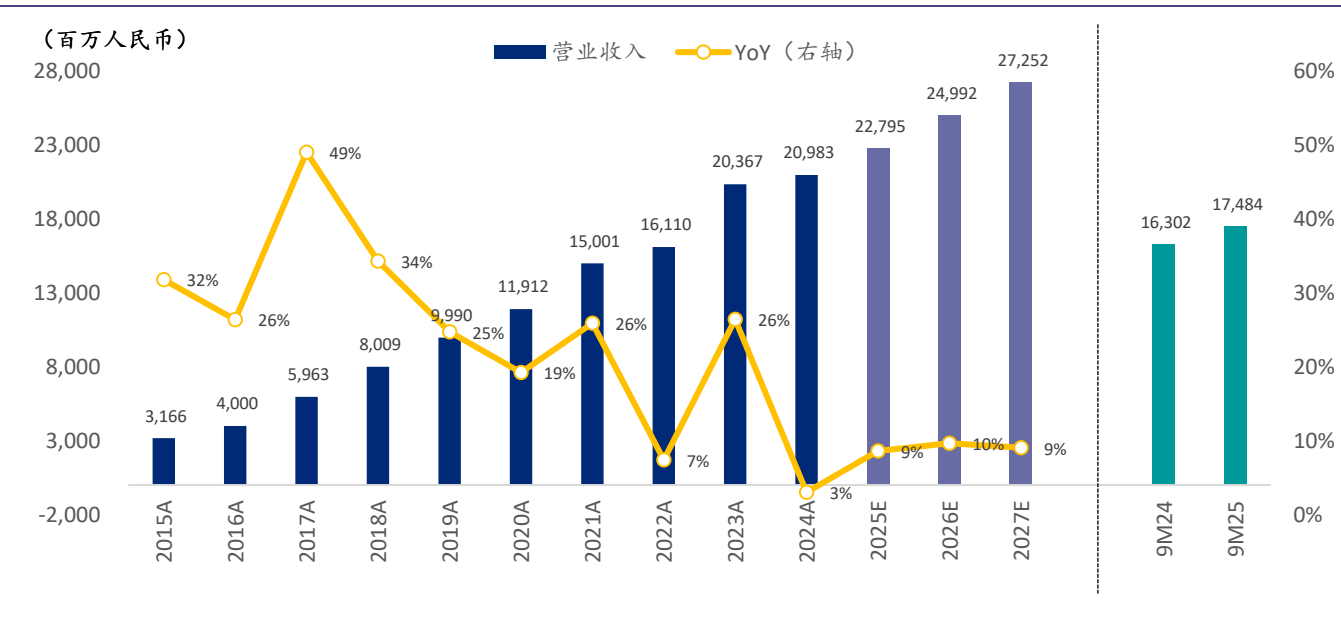


资料来源：《爱尔眼科 AI 战略白皮书》、浦银国际

财务分析及预测

公司在过往十年收入高速增长的基础上（2015-2024 CAGR: 23.4%），9M25 收入实现+7.3% YoY，主要受益于屈光视光业务的不错增长。公司9M25收入人民币174.8亿元，实现+7.3%YoY增速；1H25整体收入115亿元，实现+9%YoY增速。无论是9M25，还是1H25，均较2024年增速(+3.0%YoY)有所提升。就板块而言，1H25 屈光/视光/白内障/眼前段/眼后段收入分别增长+11.1%/+14.7%/+2.6%/+13.1%/+9.0%YoY，其中屈光、视光、眼前段均较2024年增速有所加速。就公司整体门诊量和手术量而言，1H25亦实现不错的增长，门诊量增长+16.47% YoY，手术量增长+7.63% YoY。

图表 40：爱尔眼科收入及增速



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

展望未来，我们预计公司有望于 2025E、2026E、2027E 实现收入 228 亿元（+8.6% YoY）、250 亿元（+9.6% YoY）、273 亿元（+9.0% YoY）。各板块收入预测如下：

- **屈光：**我们预计公司屈光板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 11%/9%/9%，主要受益于新型屈光手术（SMILE Pro，全光塑，SMILE 4.0，ICL V5 等）占比持续提升带来的板块整体平均单价的提升以及整体手术量的温和增长；
- **白内障：**我们预计公司白内障板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 2.5%/12%/12%，主要由于 2025E 受到 DRG/DIP 2.0 影响收入增长有限，而 2026E 有望在 2025E 低基数基础上恢复，叠加老花手术及非医保高端白内障手术带来的增长，2027E 非医保白内障手术以及老花手术有望持续增长；

- **视光：**我们预计公司视光板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 13%/11%/10%，主要得益于视光需求韧性强劲以及公司医学视光领域的优势地位；
- **眼前段：**我们预计公司眼前段板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 12%/10%/9%；
- **眼后段：**我们预计公司眼后段板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 9%/8%/7%。

图表 41：爱尔眼科各板块历史收入及收入预测

(人民币百万元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
(1) 屈光项目收入	4,348.8	5,519.7	6,336.7	7,431.3	7,602.8	8,448.4	9,224.0	10,014.5
YoY	23.2%	26.9%	14.8%	17.3%	2.3%	11.1%	9.2%	8.6%
占总收入比例	36.5%	36.8%	39.3%	36.5%	36.2%	37.1%	36.9%	36.7%
COGS	-1,821.4	-2,265.9	-2,736.1	-3,166.0	-3,412.8	-3,692.0	-3,984.8	-4,276.2
毛利	2,527.5	3,253.8	3,600.7	4,265.3	4,190.0	4,756.5	5,239.2	5,738.3
GPM	58.1%	58.9%	56.8%	57.4%	55.1%	56.3%	56.8%	57.3%
(2) 白内障手术收入	1,961.4	2,191.2	2,143.2	3,327.0	3,489.0	3,576.2	3,999.1	4,472.0
YoY	11.4%	11.7%	-2.2%	55.2%	4.9%	2.5%	11.8%	11.8%
占总收入比例	16.5%	14.6%	13.3%	16.3%	16.6%	15.7%	16.0%	16.4%
COGS	-1,215.0	-1,365.8	-1,385.7	-2,063.7	-2,277.4	-2,288.8	-2,551.4	-2,844.2
毛利	746.3	825.4	757.4	1,263.3	1,211.6	1,287.4	1,447.7	1,627.8
GPM	38.1%	37.7%	35.3%	38.0%	34.7%	36.0%	36.2%	36.4%
(3) 视光服务收入	2,453.9	3,378.5	3,778.9	4,959.9	5,278.5	5,964.7	6,620.8	7,282.9
YoY	27.2%	37.7%	11.9%	31.3%	6.4%	13.0%	11.0%	10.0%
占总收入比例	20.6%	22.5%	23.5%	24.4%	25.2%	26.2%	26.5%	26.7%
COGS	-1,056.9	-1,417.6	-1,646.1	-2,130.3	-2,402.3	-2,714.7	-3,013.3	-3,314.6
毛利	1,397.0	1,960.8	2,132.8	2,829.6	2,876.2	3,250.1	3,607.6	3,968.3
GPM	56.9%	58.0%	56.4%	57.0%	54.5%	54.5%	54.5%	54.5%
(4) 眼前段手术收入	1,200.4	1,456.0	1,339.5	1,791.4	1,897.9	2,125.7	2,338.3	2,548.7
YoY	8.4%	21.3%	-8.0%	33.7%	5.9%	12.0%	10.0%	9.0%
占总收入比例	10.1%	9.7%	8.3%	8.8%	9.0%	9.3%	9.4%	9.4%
COGS	-659.1	-757.9	-744.0	-973.1	-1,115.7	-1,286.0	-1,414.6	-1,542.0
毛利	541.3	698.2	595.5	818.3	782.2	839.6	923.6	1,006.7
GPM	45.1%	47.9%	44.5%	45.7%	41.2%	39.5%	39.5%	39.5%
(5) 眼后段手术收入	817.5	994.8	1,055.2	1,385.6	1,499.5	1,634.4	1,765.2	1,888.8
YoY	17.4%	21.7%	6.1%	31.3%	8.2%	9.0%	8.0%	7.0%
占总收入比例	6.9%	6.6%	6.6%	6.8%	7.1%	7.2%	7.1%	6.9%
COGS	-528.1	-651.4	-700.6	-905.1	-1,029.2	-1,144.1	-1,235.6	-1,322.1
毛利	289.4	343.4	354.6	480.4	470.3	490.3	529.6	566.6
GPM	35.4%	34.5%	33.6%	34.7%	31.4%	30.0%	30.0%	30.0%
(6) 其他	1,130.4	1,460.6	1,456.4	1,472.1	1,215.2	1,045.0	1,045.0	1,045.0
YoY	17.0%	29.2%	-0.3%	1.1%	-17.5%	-14.0%	0.0%	0.0%
占总收入比例	9.5%	9.7%	9.0%	7.2%	5.8%	4.6%	4.2%	3.8%
COGS	-553.4	-753.2	-767.9	-783.8	-649.1	-627.0	-627.0	-627.0
毛利	577.1	707.4	688.6	688.3	566.1	418.0	418.0	418.0
GPM	51.0%	48.4%	47.3%	46.8%	46.6%	40.0%	40.0%	40.0%

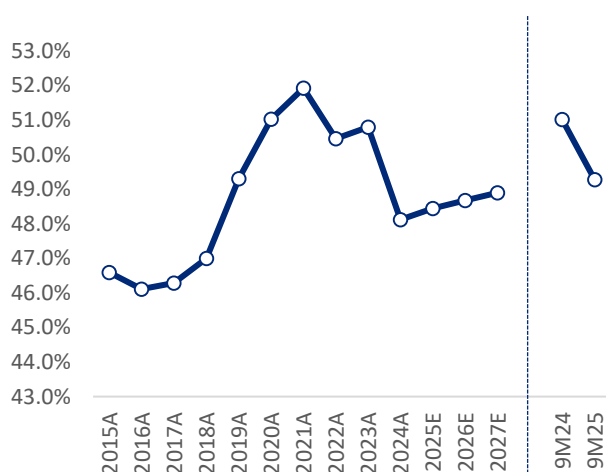
E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

多年来公司毛利率保持在48%-52%区间；9M25毛利率为49.3%，明显高于其他上市眼科医院。过往多年来，公司毛利率保持在48%-52%区间，其中2024年公司毛利率为48.1%，为2018年以来最低，主要由于市场竞争激烈，行业价格战对毛利率造成拖累。但随着新型屈光手术占比不断提升，2025年以来，毛利率开始呈现逐季小幅环比提升，1Q25/2Q25/3Q25毛利率分别为48%/49.2%/50.7%。此外，横向对比来看，公司9M25毛利率为49.3%，明显高于其他上市眼科医院。

展望未来，我们预计公司毛利率有望在新型屈光手术的带动下温和上升，我们目前保守预测2025E/2026E/2027E毛利率分别为48.4%/48.7%/48.9%。

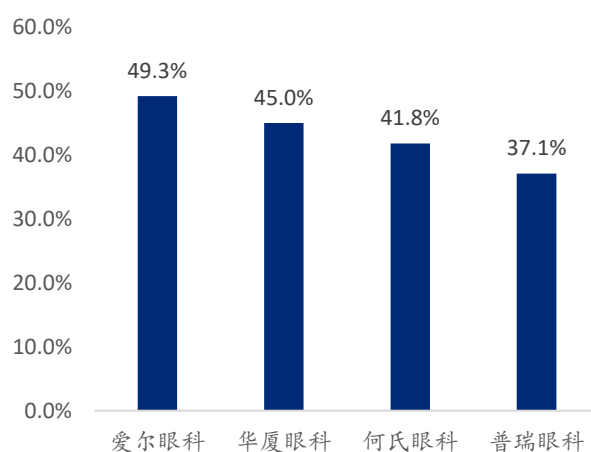
图表 42：爱尔眼科毛利率



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 43：可比眼科医院毛利率（9M25）

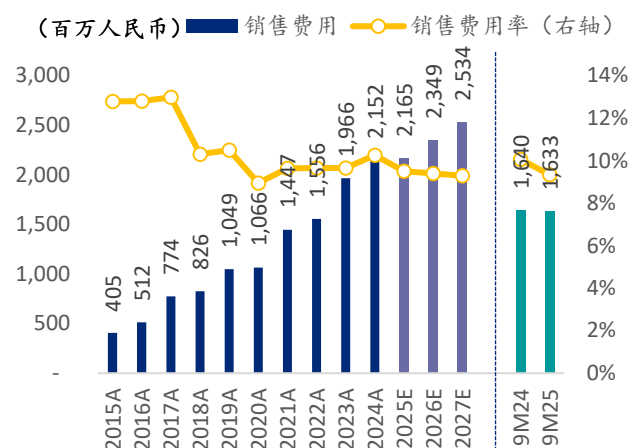


资料来源：公司资料、浦银国际

销售费用率近年来基本维持在9%-10%。公司9M25销售费用为16.3亿元，占当期收入的9.3%，较2021-2024年销售费用率区间（9.6%-10.3%）略有降低。得益于规模效应，爱尔销售费用率远远低于与其他上市眼科公司。展望未来，我们认为公司销售费用率有望随着收入规模进一步扩大而小幅下降，我们预计2025E/2026E/2027E销售费用率分别为9.5%/9.4%/9.3%。

管理费用率近年来维持在 13%-14%+ 区间。9M25 公司管理费用率分别为13.5%，符合2021-2024年管理费用率区间（13.1%-14.2%）。与同行业其他公司相比，爱尔管理费用率处于合理区间。展望未来，我们预计公司管理费用率有望随着收入规模进一步扩大而小幅下降，我们预计公司管理费用率于2025E/2026E/2027E 分别为13.5%/13.4%/13.3%。

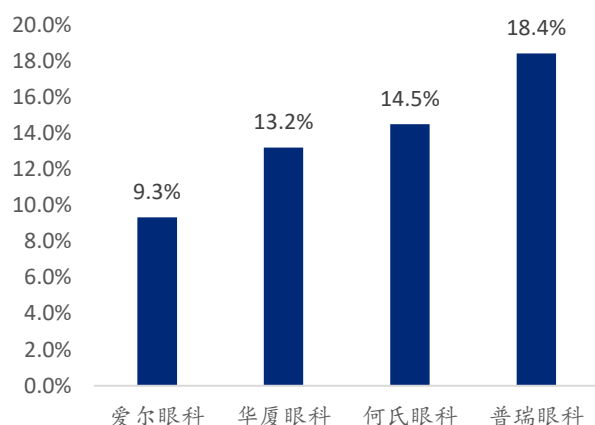
图表 44：爱尔眼科销售费用



E=浦银国际预测

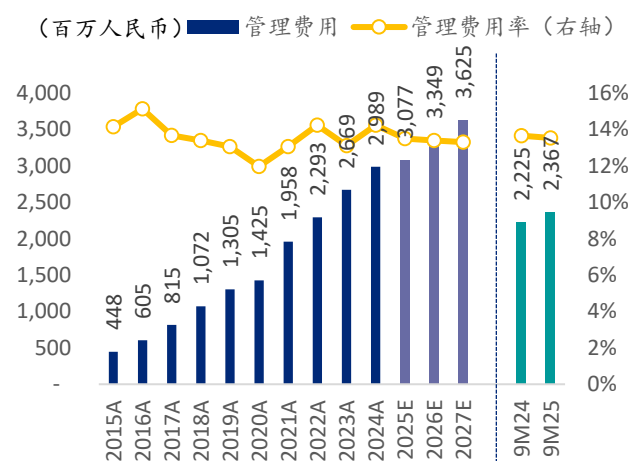
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 45：可比眼科医院销售费用率（9M25）



资料来源：公司资料、浦银国际

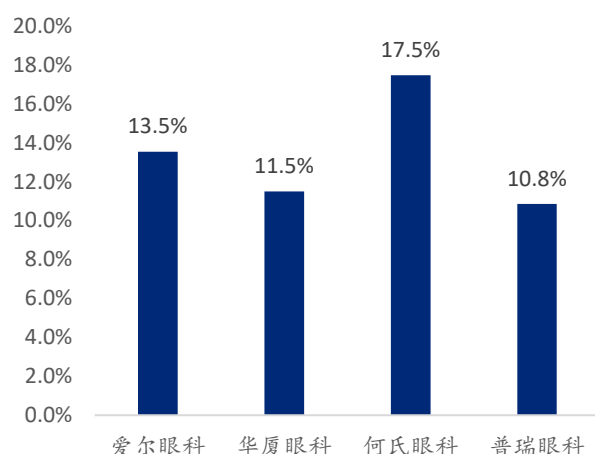
图表 46：爱尔眼科管理费用



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

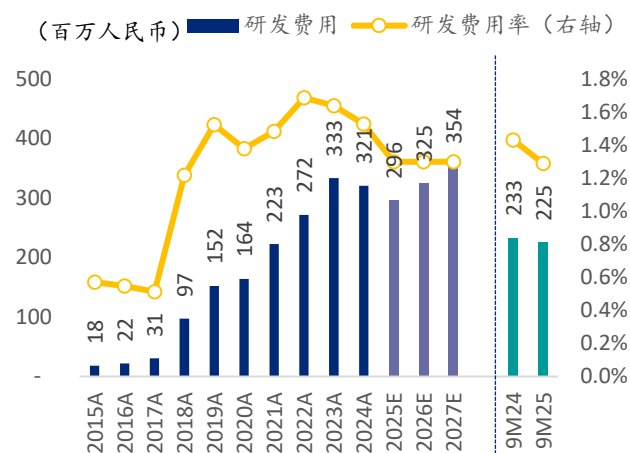
图表 47：可比眼科医院管理费用率（9M25）



资料来源：公司资料、浦银国际 v

研发费用率近年来稳定在 1.2%-1.7% 区间。9M25 公司研发费用为 2.3 亿元，占当期营收 1.3%，较 2021-2024 年研发费用率区间（1.5%-1.7%）略有所下降。爱尔研发费用率与同行业其他公司大致相当（除研发费用率明极低的普瑞眼科外）。展望未来，我们预计公司研发费用率于 2025-2027E 将继续稳定在 1.3% 左右。

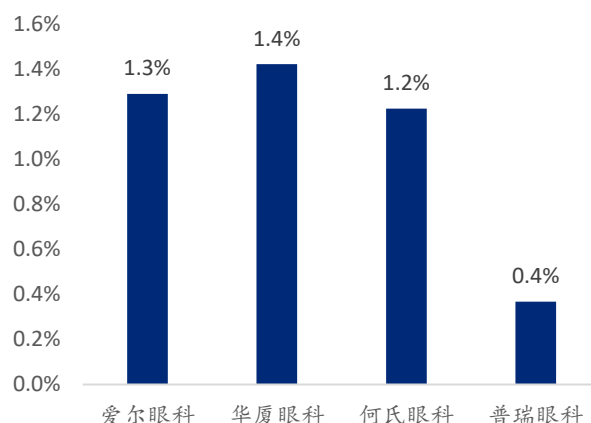
图表 48：爱尔眼科研发费用



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

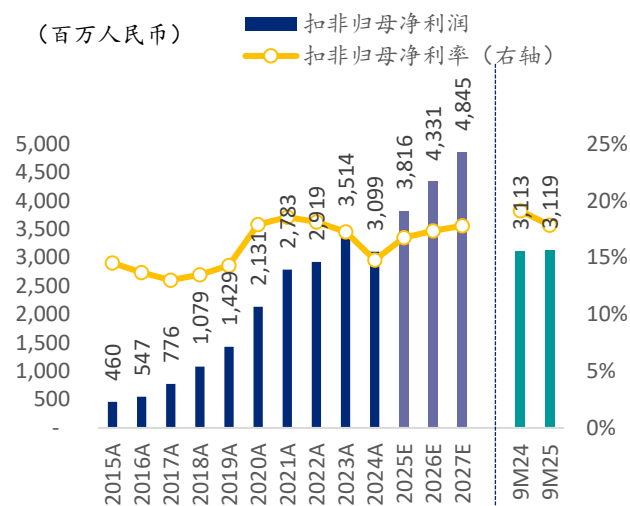
图表 49：可比眼科医院研发费用率（9M25）



资料来源：公司资料、浦银国际

9M25 扣非归母净利企稳，净利率高于可比公司。2015-2024 年，公司扣非归母净利润实现 23.6% CAGR，与收入增速相当。公司 9M25 扣非归母净利润同比增长 0.2%至 31.2 亿元,扭转了 2024 年扣非归母净利润同比下滑趋势。此外，公司 9M25 扣非归母净利率为 17.8%，明显高于其他上市眼科公司。展望未来，我们预计公司扣非归母净利率有望进一步提升，我们预测 2025E/2026E/2027E 扣非归母净利润分别为 16.7%/17.3%/17.8%。

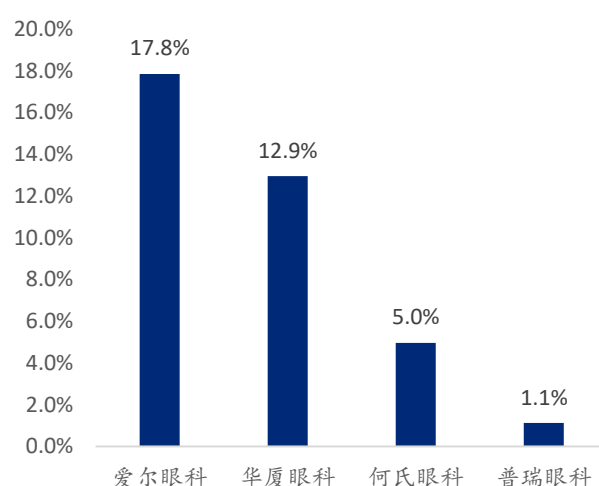
图表 50：爱尔眼科扣非归母净利



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 51：可比眼科医院扣非归母净利率（9M25）



资料来源：公司资料、浦银国际

估值

我们基于市盈率（PE）法对公司进行估值。考虑到公司所处行业的发展前景及其自身的盈利增长潜力，我们设定其 2026E P/E 目标倍数为 30 倍，较其过去五年的历史平均前瞻 PE 水平低约 0.8 个标准差。基于此，我们得出公司目标价为人民币 14 元，首次覆盖给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐，我们看好公司作为全球领先眼科医疗服务机构的长期配置价值。

图表 52：爱尔眼科 PE 估值

	2024	2025E	2026E	2027E
经调整净利润 (百万人民币)	3,099	3,816	4,331	4,845
目标 P/E (x)			30	
股权价值 (百万人民币)			130,366	
发行在外股数 (百万股)			9,325	
目标价 (人民币)			14.0	

E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 53：爱尔眼科 PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资风险

- **消费意愿持续疲软：**眼科手术多为择期手术，手术量与国内患者的消费意愿有较强的关联，若后续国内消费疲软或消费者选择推迟接受相关眼科治疗，则可能对公司短期收入增长带来负面影响；
- **行业竞争加剧：**国内民营眼科医院数量较多，且竞争激烈。若后续行业竞争加剧，公司手术量存在增长放缓或下调价格的风险；
- **规模扩张慢于预期：**爱尔作为民营眼科医院龙头，市场关注度较高且对未来增长有一定预期，若后续规模扩张速度慢于市场预期，则股价可能承压；
- **医疗事故纠纷：**患者在选择眼科医院时重视品牌，此前出现的治眼纠纷对爱尔眼科的品牌形象曾造成负面影响，若后续继续出现较为严重且关注度较大的医疗纠纷，或对公司未来品牌形象或业务造成不良影响。
- **商誉减值风险：**并购是公司业务扩张的重要策略，但较频繁或较大国的并购或带来明显的商誉，若后续并购医院业绩表现不及预期，公司或存在商誉减值风险。

附录

图表 54：公司核心管理层

姓名	职务	个人简介
陈邦先生	创始人、董事长	爱尔眼科医院集团股份有限公司创始人，历任长沙爱尔眼科医院副董事长、长沙爱尔眼科医院集团副董事长、爱尔眼科医院集团董事长。现任爱尔医疗投资集团有限公司执行董事、爱尔眼科医院集团股份有限公司董事长。陈先生为湖南大学兼职 MBA 导师。
李力先生	副董事长、总经理	历任长沙爱尔眼科医院董事长兼总经理、长沙爱尔眼科医院集团董事长兼总经理、爱尔眼科医院集团董事兼总经理。
韩忠先生	副总经理、鄂豫大区 CEO	曾在湖南海联房产公司、湖南省建设银行直属支行信贷部和会计部担任财务部经理与部长等职务；在本公司历任长沙爱尔眼科医院董事、爱尔眼科医院集团财务总监、董事会秘书。
吴士君先生	副总经理、董事会秘书	经济学博士；先后就职于中共上海市委研究室、东方国际集团、德恒证券、恒泰证券、上海银基信息科技股份有限公司，现任爱尔眼科医院集团股份有限公司董事、副总经理兼董事会秘书，第十届深圳证券交易所上市公司委员会委员，上海财经大学商学院 MBA 实践导师，中国上市公司协会董秘委副主委、湖南省上市公司协会第三届董秘委主委。
李爱明先生	副总经理	历任中荷合资常德达门船舶有限公司经理助理、湖南省回春堂制药厂销售中心市场总监、长沙爱尔眼科医院 CEO、武汉爱尔眼科医院 CEO。
唐仕波先生	副总经理、总院长	于1992年获德国慕尼黑大学博士学位，并在德国雷根斯堡大学从事博士后研究；教育部二级教授，博士生导师；曾荣获如国家杰出青年基金获得者、国务院特殊津贴获得者、德国洪堡基金获得者等国家级奖项；历任多个眼科医学委员会委员、副主委及主委等职位；曾任多个眼科学术杂志编委。
刘多元先生	副总经理、财务总监	会计师，注册会计师；历任衡阳县供销社财务科长、湖南宏大空调有限公司（中港合资）财务部长、湖南潇湘会计师事务所审计部主任、爱尔眼科集团财务副总监。
杨智宽先生	副总经理	中南大学爱尔眼科研究院博士生导师，国务院特殊津贴专家；曾任中山大学眼科视光学系副主任、眼科学国家重点实验室研究员；现任多个眼科协会委员、眼科研究所主任及主席。
王丽华女士	副总经理	历任爱尔眼科集团总裁办副主任、人力资源部经理、人力资源中心总监。现任爱尔眼科医院集团股份有限公司副总经理。
冯珺女士	副总经理	湖南大学 MBA。现任爱尔眼科医院集团股份有限公司副总经理、上海区管理委员会主任委员。
张艳女士	副总经理	现任爱尔眼科医院集团股份有限公司副总经理兼湘赣区管理委员会主任委员、新疆省区 CEO。
张咏梅女士	副总经理	先后就职于安永华明、普华永道，IMS Health 等公司，历任爱尔眼科集团国际战略发展中心总监。现任爱尔眼科医院集团股份有限公司副总经理兼任集团国际事业部总监、创新转化部总监。

资料来源：公司 1H25 财报、浦银国际

SPDBI 目标价

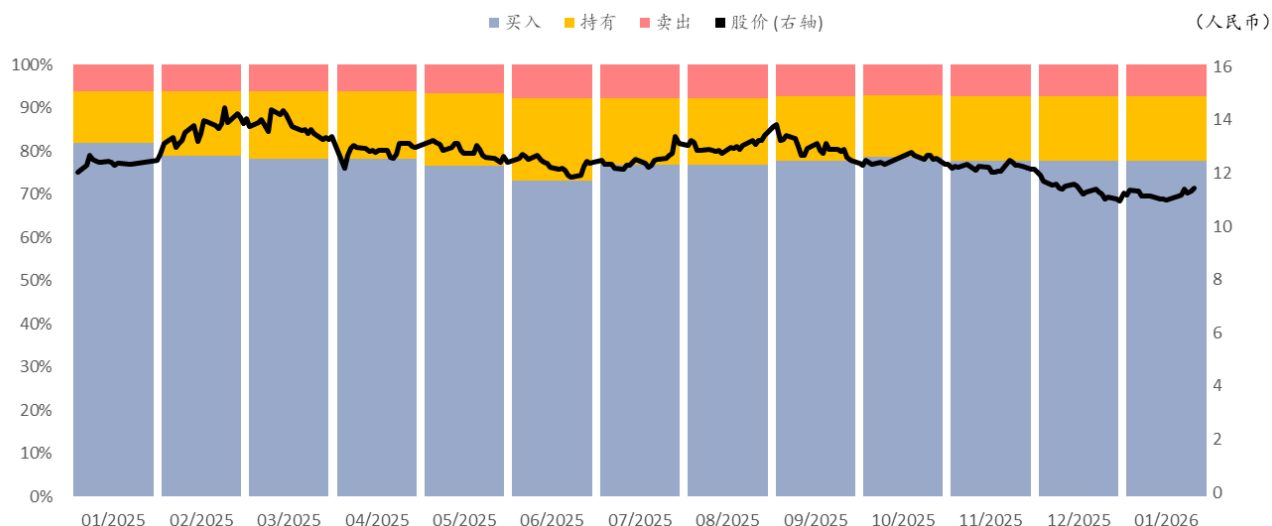
图表 55：SPDBI 目标价：爱尔眼科（300015.CH）



资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

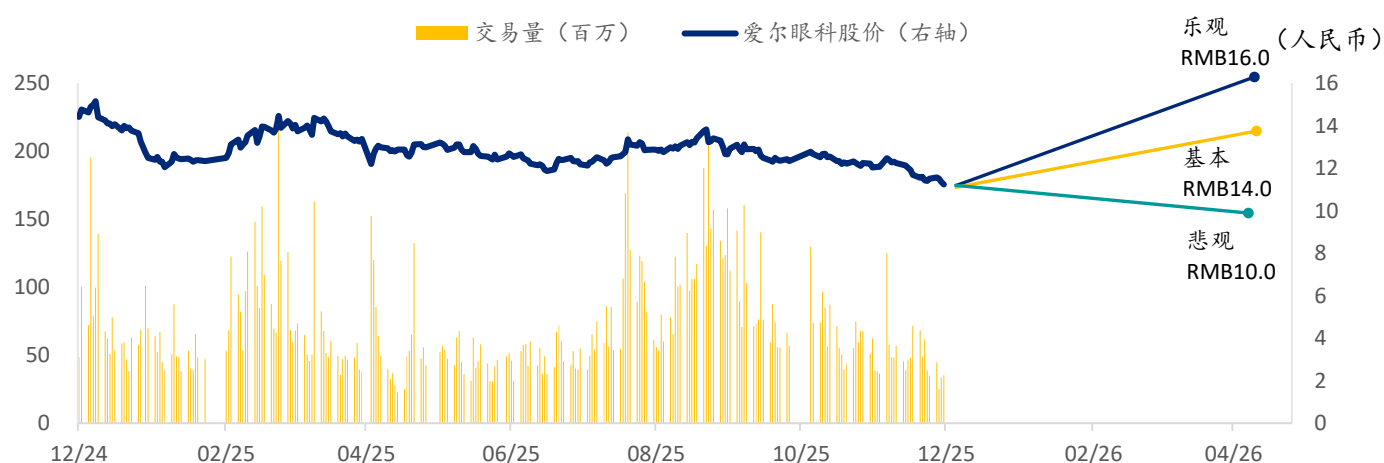
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 56：爱尔眼科（300015.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 57：爱尔眼科（300015.CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 16.0 元

概率：30%

- 2025-2027 年收入 CAGR>15%
- 2025-2027 年毛利率>53%
- 2025-2027 年扣非归母净利润 CAGR>25%

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 10.0 元

概率：20%

- 2025-2027 年收入 CAGR<5%
- 2025-2027 年毛利率<40%
- 2025-2027 年扣非归母净利润 CAGR<5%

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

固生堂 (2273.HK): 中医服务龙头, 海内外并购加速推动收入增长

我们首次覆盖固生堂 (2273.HK), 给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐, 目标价为 38.5 港元。我们认为随着 2026 年收入增速重回快速成长通道, 公司股价有望随着业绩的兑现实现积极上涨。

- 中医医疗服务市场规模有望在未来五年以接近 10% CAGR 持续增长。随着人口老龄化程度的不断加深、年轻群体健康意识的上升, 整体中医服务医疗需求有望持续增长。根据 Frost & Sullivan 数据, 我国中医医疗服务市场规模已由 2019 年的 6,599 亿元增至 2024 年 10,016 亿元 (2019-2024 CAGR: 8.7%), 并有望于 2029 年进一步增至 16,205 亿元 (2025E-2029E CAGR: 9.9%)。
- 公司是国内中医服务龙头, 定位一二线城市, 具备丰富的中医师资源和规模化门店网络。公司储备了丰富的中医师资源, 尤其是名中医资源。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司共有 4.17 万名医生 (包括线上医生 3.5 万人, 自有线下医生 6,700 人), 其中名医资源充沛, 包括 7 名国医大师和逾 2,200 名中医特色人才。此外, 凭借外延并购以及自建, 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司已拥有线下门店 83 家, 建立了覆盖全国一二线城市及新加坡的规模化门店网络。
- 并购重回发展策略重心, 2026 年公司有望实现 20% 收入增速。公司在 2022-2024 年收入、经调整净利润分别实现 34%、47% CAGR, 主要受益于并购带来的规模扩张使得就诊人次高速增长 (~32% CAGR)。1H25 收入、经调整净利润分别实现 9.5%、15.2% YoY 增速, 主要由于受国内并购放缓影响, 就诊人次仅温和增长 15.3% YoY。展望未来, 随着海内外并购重回发展策略重心, 公司有望在 2026 年重回快速增长通道 (~20% 收入增速指引)。
- 加速海外布局, 国际化收入亦将成为公司中长期收入发展驱动力。公司自 2024 年收购新加坡宝中堂后, 于 2025 年四季度加快了新加坡业务的发展步伐, 包括 10 月与 1 doc 达成战略合作共同开展中医业务, 11 月收购大中堂 100% 股权, 11 月与仁合中医达成战略合作, 合资开设中医诊所。除新加坡外, 公司亦拟于 2026 年进入香港、马来西亚等市场。随着海外规模的加速扩张, 我们认为公司凭借丰富的中医诊疗运营经验以及海外领先中医品牌的稀缺性, 海外收入有望实现高速增长, 我们预计国际化收入将成为公司收入增速的一大驱动力。
- 首次覆盖给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐, 目标价 38.5 港元。我们预计公司于 2025E/2026E/2027E 实现人民币 33/40/47 亿元收入, 经调整 Non-IFRS 净利润 4.5/5.4/6.3 亿元。我们采取 15x 2026E PE 对公司进行估值 (较过去 5 年均值低 1.1 个标准差), 得到 38.5 港

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2026 年 1 月 26 日

评级

买入

目标价 (港元)	38.5
潜在升幅/降幅	+24%
目前股价 (港元)	31.1
52 周内股价区间 (港元)	25.5-46.5
总市值 (百万港元)	7,153
近 3 月日均成交额 (百万港元)	43

市场预期区间

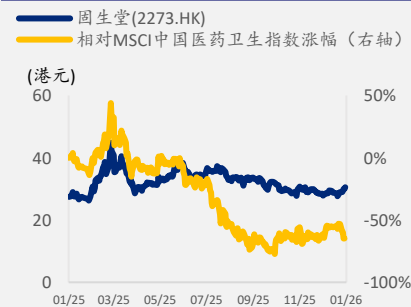


▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

截至 2026 年 1 月 21 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

固生堂 (2273.HK)



元目标价，给予“买入”评级。固生堂是我们在中国医疗服务行业首选推荐股票之一，我们认为随着 2026 年收入重回快速成长通道，公司股价有望随着业绩的兑现实现积极上涨。

- **投资风险：**中药饮片集采影响范围扩大、消费意愿疲软、行业竞争加剧、并购进度不及预期、国际化进度不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,323	3,022	3,324	4,009	4,714
同比增速 (%)	43.0%	30.1%	10.0%	20.6%	17.6%
归母净利润	252	307	359	434	512
同比增速 (%)	37.6%	21.6%	16.9%	21.1%	17.9%
PE (x)	27.5	23.2	19.9	16.4	13.9

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,323	3,022	3,324	4,009	4,714
营业成本	-1,623	-2,113	-2,302	-2,772	-3,250
毛利润	700	909	1,021	1,238	1,465
销售费用	-281	-369	-392	-477	-566
管理费用	-155	-185	-203	-251	-302
研发费用	0	0	0	0	0
核心营业利润	264	356	426	510	597
利息支出	-26	-18	-26	-25	-25
利息收入	18	25	21	24	28
应占联营公司损益	0	-1	-1	-1	-1
其他	27	1	1	1	1
利润总额	284	363	421	510	601
所得税	-31	-56	-63	-76	-90
净利润	253	307	358	433	511
减：少数股东损益	1	0	0	-1	-1
归母净利润	252	307	359	434	512
经调整Non-IFRS净利	305	400	452	541	632

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,301	1,116	1,272	1,479	1,736
应收票据及应收账款	180	269	264	319	375
存货	153	179	208	251	294
其他流动资产	203	247	373	373	373
流动资产合计	1,838	1,813	2,117	2,421	2,777
固定资产	110	142	170	194	215
商誉	985	1,133	1,133	1,133	1,133
其他非流动资产	447	569	575	580	584
非流动资产合计	1,542	1,844	1,878	1,907	1,931
短期借款	16	8	13	13	13
应付票据及应付账款	287	308	324	390	457
应交税费	34	52	52	52	52
其他流动负债	372	395	395	395	395
流动负债合计	708	763	785	851	918
长期借款	0	92	190	190	190
其他非流动负债	365	424	424	424	424
非流动负债合计	365	517	614	614	614
实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
未分配利润	2,305	2,376	2,596	2,863	3,177
少数股东权益	1	0	0	-1	-1
所有者权益合计	2,306	2,376	2,596	2,862	3,176

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	253	307	358	433	511
固定资产折旧	120	151	182	191	200
营运资本变动	-40	-140	-7	-31	-32
其他	77	134	-126	0	0
经营活动现金流量净额	410	452	407	594	679
资本开支	-76	-89	-86	-90	-94
其他	-187	-178	-130	-130	-130
投资活动现金流量净额	-264	-267	-216	-220	-224
股权融资	506	0	0	0	0
债务融资	-55	84	103	0	0
其他	212	-459	-138	-167	-197
筹资活动现金流量净额	158	-375	-35	-167	-197
现金及现金等价物净增加额	307	-185	156	207	257
期初现金及现金等价物	994	1,301	1,116	1,272	1,479
期末现金及现金等价物	1,301	1,116	1,272	1,479	1,736

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.03	1.22	1.42	1.72	2.03
每股销售额	9.49	12.02	13.20	15.93	18.73
每股股息	0.36	0.49	0.57	0.69	0.81
同比变动					
收入	43.0%	30.1%	10.0%	20.6%	17.6%
核心营业利润	37.5%	34.9%	19.8%	19.6%	17.1%
归母净利润	37.6%	21.6%	16.9%	21.1%	17.9%
费用与利润率					
毛利率	30.1%	30.1%	30.7%	30.9%	31.1%
核心经营利润率	11.4%	11.8%	12.8%	12.7%	12.7%
归母净利率	10.9%	10.2%	10.8%	10.8%	10.9%
回报率					
平均股本回报率	12.0%	13.1%	14.6%	15.9%	16.9%
平均资产回报率	8.3%	8.8%	9.3%	10.4%	11.3%
资产效率					
应收账款周转天数	21.2	27.1	29.0	29.0	29.0
库存周转天数	29.0	28.7	33.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	50.7	51.3	51.3	51.3	51.3
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.6	2.4	2.7	2.8	3.0
速动比率 (x)	2.4	2.1	2.4	2.6	2.7
现金比率 (x)	1.8	1.5	1.6	1.7	1.9
负债/权益	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率 (x)	27.5	23.2	19.9	16.4	13.9
股息率	1.3%	1.7%	2.0%	2.4%	2.9%

E=浦银国际预测

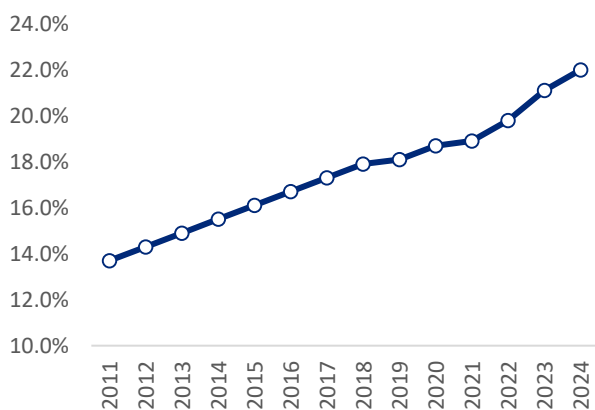
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

中医药医疗服务行业概况

随着我国人口老龄化加深，中医就诊人次持续增加，中医服务市场规模稳步增长。2024 年末，我国 60 岁及以上人口首次突破 3 亿，占人口比例达 22%。在老龄化背景下，我国中医就诊人次不断增加，由 2019 年的 11.6 亿人次增至 2024 年的 16.8 亿人次（7.7% CAGR）。

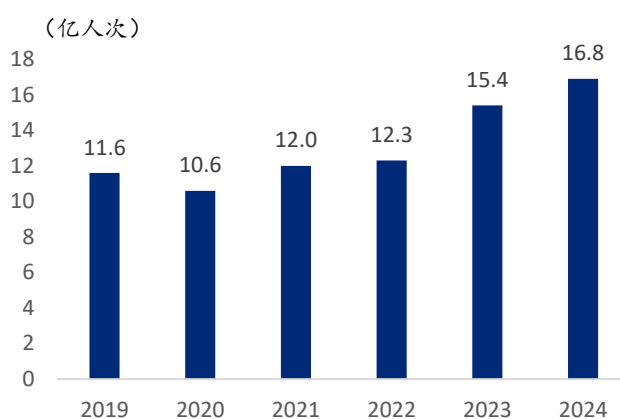
受益于就诊人次的增长，我国中医医疗服务行业的市场规模由 2019 年的人人民币 6,599 亿元增至 2024 年的 10,016 亿元，复合年增长率达 8.7%（占 2024 年中国医疗服务行业总市场份额的 14.0%）。此外，根据 Frost & Sullivan 预测，我国中医医疗服务市场规模将于 2029 年持续增长至人民币 16,205 亿元（对应 2025-2029 CAGR: 9.9%）。

图表 2：我国 60 岁及以上人口占比



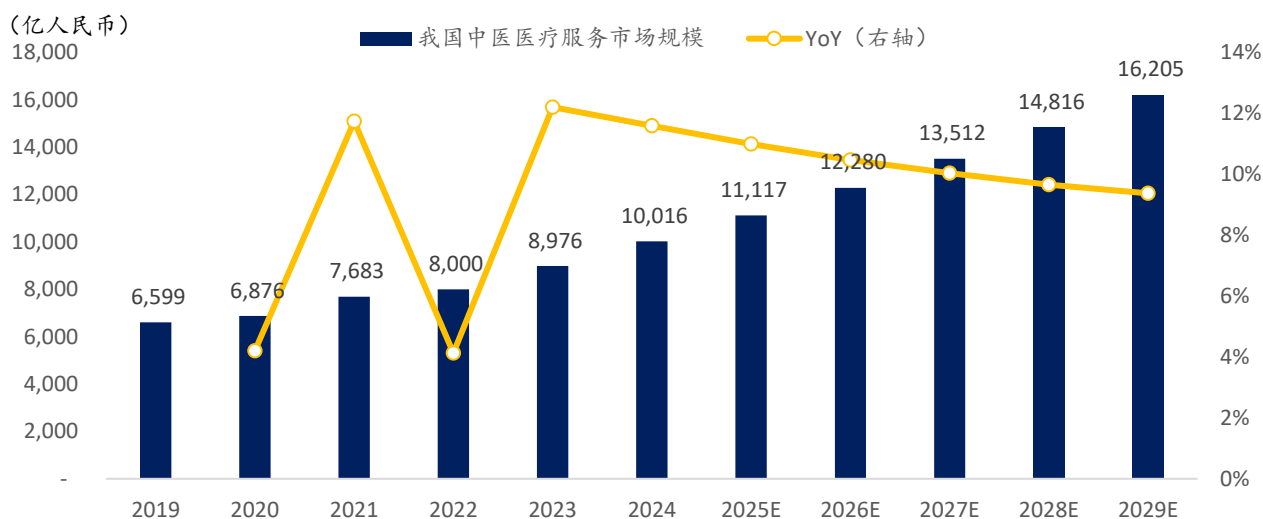
资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 3：我国中医诊疗人次



资料来源：卫生健康事业发展统计公报、浦银国际

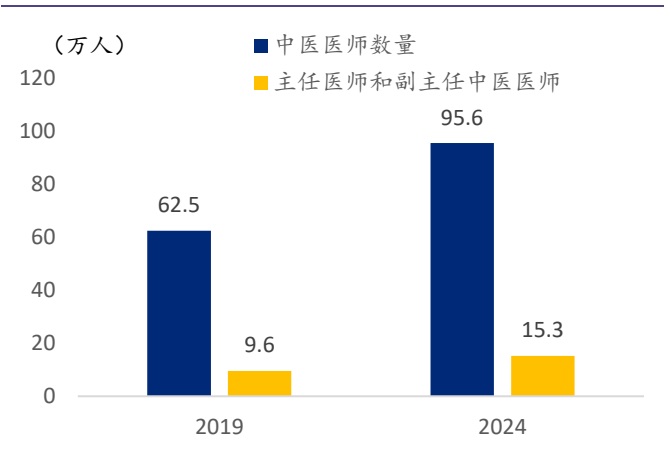
图表 4：我国中医医疗服务市场规模



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

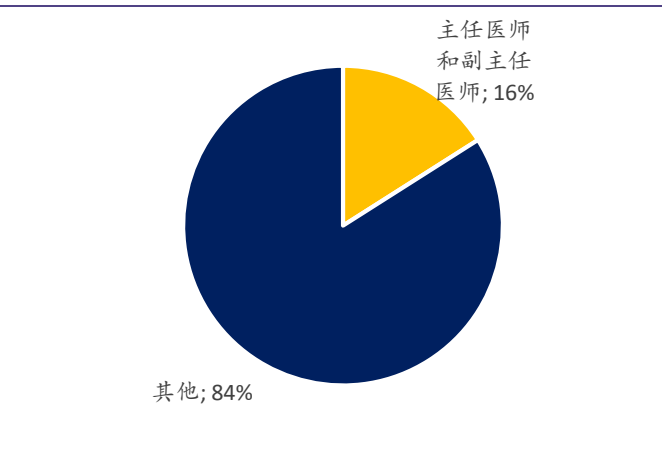
中医医师培养周期长，经验丰富的中医医师稀缺。中医医师在学习中医经典理论与西医基础学科的同时，还需要掌握针灸、推拿等技能，知识体系较为庞杂，因此优秀中医医师的培养周期相对较长。根据 Frost & Sullivan，我国中医医师数量由 2019 年的 62.5 万人增长至 2024 年的 95.6 万人（8.9% CAGR），其中主任医师和副主任医师总数由 2019 年的 9.6 万人增长至 2024 年的 15.3 万人（9.8% CAGR）。从资深中医医师占比来看，2024 年我国中医主任医师和副主任医师仅占全国中医医师数量 16.0%，经验丰富的中医医师较为稀缺。

图表 5：我国中医医师数量



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

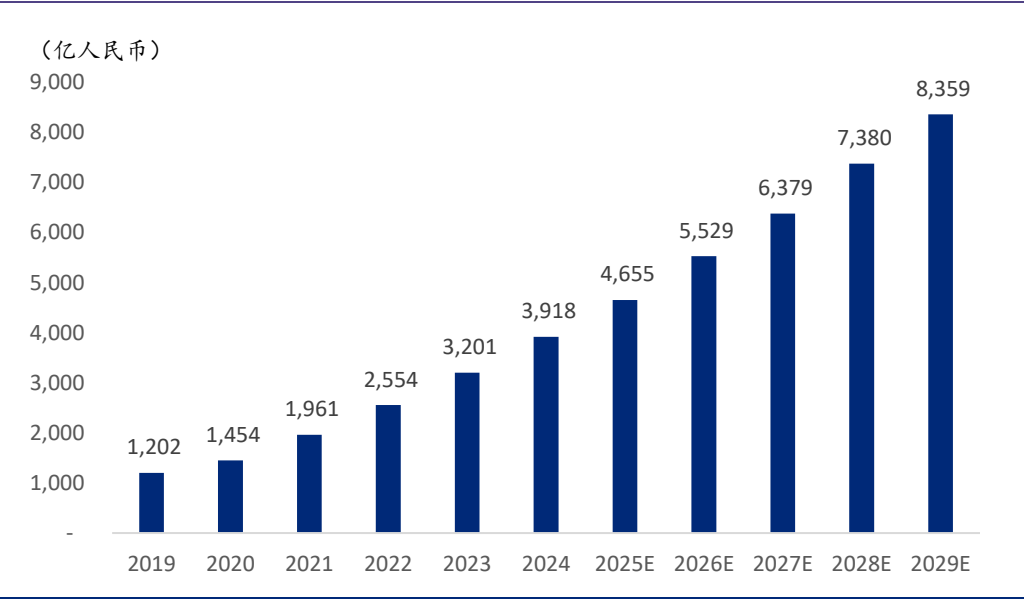
图表 6：我国中医医师中主任医师和副主任医师数量占比



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

民营中医市场规模快速增长，但行业集中度低，竞争格局分散。根据 2025 年 Frost & Sullivan 在同仁堂医养港股招股说明书的测算，中国非公立中医院医疗服务行业 2024 年市场规模人民币为 3,918 亿元（按非公立中医院产生的总收入计），占 2024 年中国中医医疗服务行业总市场份额的 46.5%。Frost & Sullivan 预计 2025 年至 2029 年，该市场将继续以 13.7% CAGR 蓬勃发展，于 2029 年达到人民币 8,359 亿元。但从竞争格局看，中国的非公立中医院医疗服务行业竞争激烈且较为分散，根据 Frost & Sullivan 数据，2024 年按患者就诊人次计算的前 5 大中医院集团市占率仅 5.4%，按医疗服务收入计算的前 5 大中医院集团市占率仅 0.8%。

图表 7：我国非公立中医院医疗服务市场规模



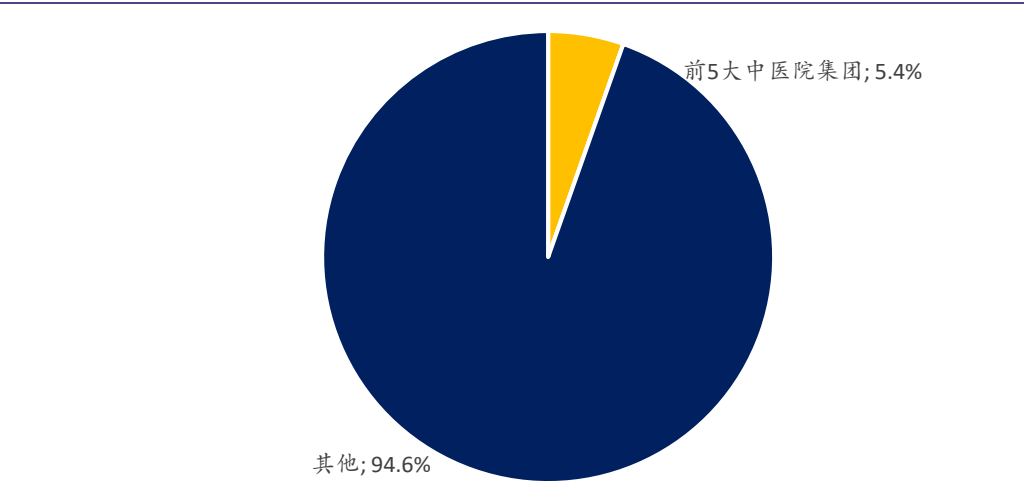
E = Frost & Sullivan 预测
资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 8：国内主要非公立中医医疗服务提供商

	成 立 年份	2024 年中医医疗服务 收入 (亿人民币)	医疗机构数量	覆盖城市
固生堂	2010	29.9	83 家 (截至 2025 年 6 月 30 日)	主要一二线城市
张仲景国医馆	2011	NA	中医诊所 108 家、中医门诊部 53 家 (2024 年末)	全国，河南为核心区域
圣爱中医	2005	NA	28 家 (2023 年末)	主要布局在长江经济带核心及延伸区域
同仁堂医养	2001	9.9	12 家自有线下医疗机构、1 家自有互联网医院、10 家线下管理医疗机构 (截至 2025 年 6 月 24 日)	全国，大多数线下机构集中在华北、华东地区

资料来源：各公司资料、浦银国际整理

图表 9：2024 年前 5 大中医院集团市占率（占非公立中医院就诊人次比例）



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

国家政策明确支持中医诊疗机构发展。近年来，国家多次发布支持中医诊疗的政策文件，在分级医疗体系下，推动中医振兴发展的同时，也激发了全国中医医疗服务机构（尤其是民营中医院及诊所）的增长潜力。2023 年发布的《中医药振兴发展重大工程实施方案》，明确指出鼓励建设地市级中医院，鼓励县级中医院建成特色优势专科并鼓励建设基层中医医疗机构；2024 年发布的《关于加快推进县级中医医院高质量发展的意见》明确指出加快推进县办中医医疗机构全覆盖。除此之外，2025 年政府工作报告还重点提及要完善中医药传承创新发展机制，推动中医药事业和产业高质量发展。

图表 10：近 3 年国家扶持中医诊疗的政策

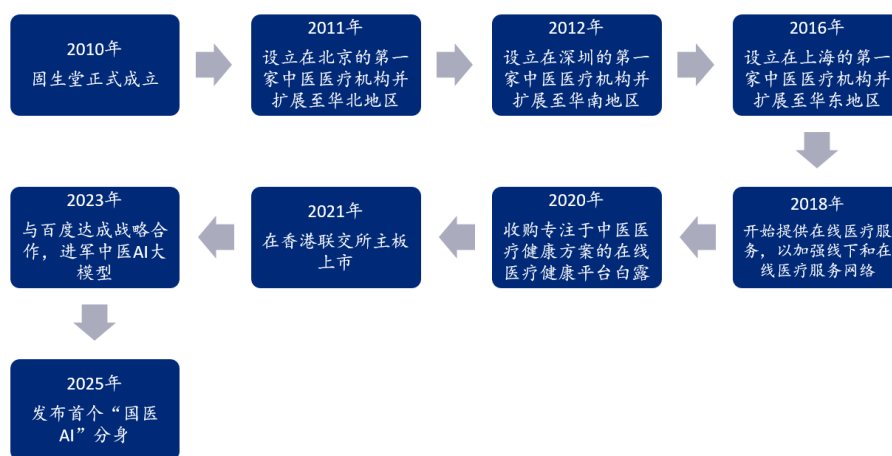
政策	发布时间	核心要点
《中医药振兴发展重大工程实施方案》	2023 年 2 月	● 健全中医药服务体系：推进建设优质高效中医药服务体系，基本实现县办中医医疗机构全覆盖，加强县级中医医院“两专科一中心”建设，并布局 35 个左右国家中医药疫病防治基地。 ● 创新中西医协同模式：建设 50 个左右中西医协同“旗舰”医院、一批中西医协同“旗舰”科室，并聚焦重大疑难疾病开展中西医联合攻关。 ● 推动中医药传承创新：布局一批中医药科技创新重点项目，建设若干国家中医药传承创新中心，并系统化开展中医药古籍文献传承工作。
2024 年政府工作报告	2024 年 3 月	● 促进中医药传承创新：再次强调“促进中医药传承创新”，并将其作为年度重点工作任务之一。 ● 加强中医优势专科建设：新增“加强中医优势专科建设”的要求，引导资源向提升中医药核心疗效集中。
《关于促进数字中医药发展的若干意见》	2024 年 7 月	● 推动数字技术与中医药深度融合：旨在推动大数据、人工智能等新兴数字技术深度融入中医药传承创新发展全链条各环节，全力打造“数智中医药”。 ● 明确发展阶段目标：提出用 3~5 年时间，全力打造“数智中医药”的发展目标。
党的二十届三中全会《决定》相关部署	2024 年 7 月	● 完善中医药传承创新发展机制：从体制机制改革的高度对中医药工作提出明确要求，将其作为进一步全面深化改革的重要内容。 ● 统筹教育、科技、人才体制改革：强调为中医药传承创新发展提供基础性、战略性支撑，统筹推进相关体制机制一体改革。
《关于加快推进县级中医医院高质量发展的意见》	2024 年 8 月	● 明确县级中医医院发展目标：提出到 2030 年实现五个“100%”的具体目标，包括医疗服务能力达标率、基础设施标准化率、中医类别医师占比达标率等。 ● 提升医院核心服务能力：要求加强中医优势专科建设，提升急诊急救能力，并完善全生命周期健康服务功能，如加强老年病科和儿科建设。 ● 加大医保政策支持：明确一般中医医疗服务可继续按项目付费，探索中医病种按病种分值付费，并对已实行 DRG/DIP 付费的地区适当提高中医医疗机构的系数和分值。
2025 年政府工作报告	2025 年 3 月	● 完善中医药传承创新发展机制，推动中医药事业和产业高质量发展

资料来源：国务院、国家中医药局、浦银国际

公司简介

连锁中医诊疗龙头，通过线上线下模式为患者提供全方位的中医医疗健康解决方案。固生堂成立于2010年，总部位于广州，2021年于香港联交所主板上市，是中国领先的连锁中医医疗服务提供商。截至1H25末，公司在中国及新加坡拥有并经营83家线下医疗机构。此外，公司已建立多种线上渠道，且与多个第三方线上平台合作提供线上中医诊疗服务。通过线上线下双重模式，公司可为患者提供全方位的医疗健康解决方案。

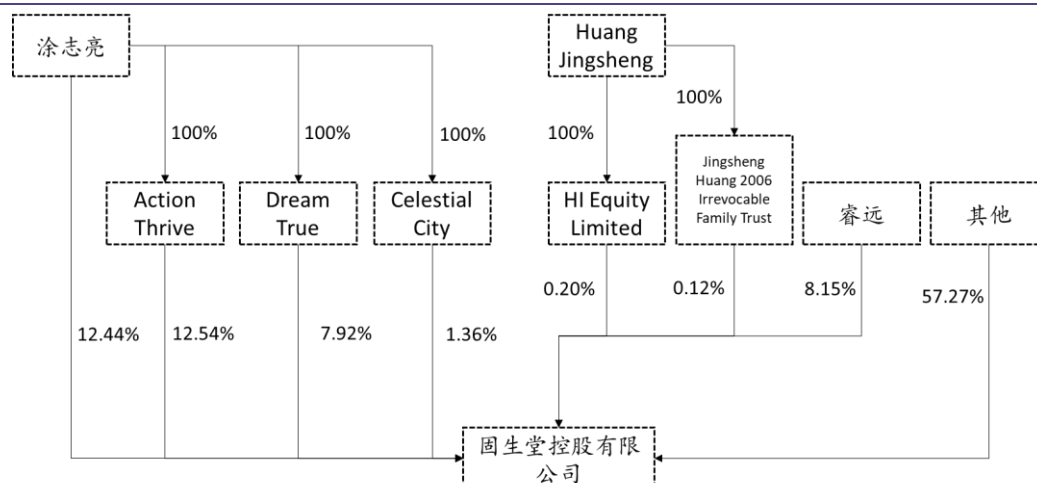
图表 11：固生堂发展历程



资料来源：公司资料、浦银国际

股权结构上，截至2025年6月30日，公司的创始人涂志亮通过直接持有、间接持有（通过 Action Thrive、Dream True、Celestial City 等）以及控制部分投票权（控制股东大会 8.71%投票权）等多种方式共计持有控制固生堂 34.26% 股权。此外，睿远基金持有公司 8.15% 的股权。

图表 12：固生堂股权结构

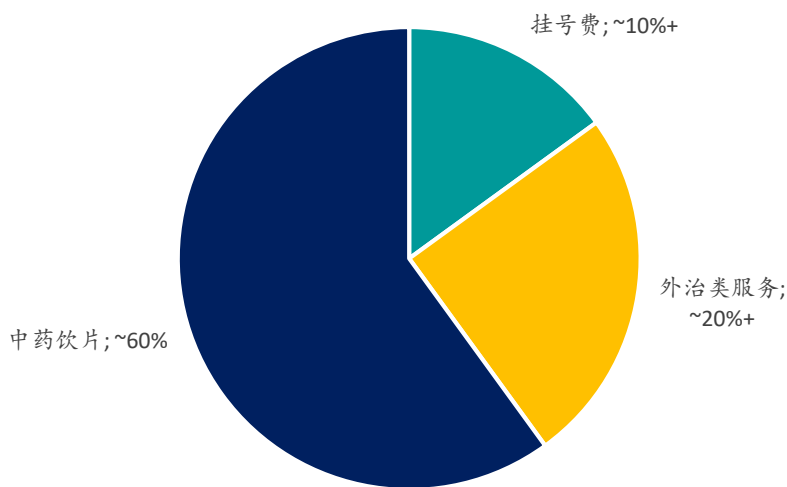


资料来源：公司资料、浦银国际

民营中医诊疗龙头，并购驱动规模扩张

中医诊疗为公司最主要收入来源。公司收入分为医疗健康解决方案（中医诊疗服务；含中药饮片销售）以及销售医疗健康产品两大板块，其中医疗健康解决方案贡献公司主要收入（1H25 贡献公司总收入 99%），包括咨询和诊断服务、处方服务、煎药服务、理疗以及第三方管理服务收入等。在医疗健康解决方案板块中，中药饮片销售、医生外治类服务及挂号费分别贡献板块收入约 60%、20+%、10+%。

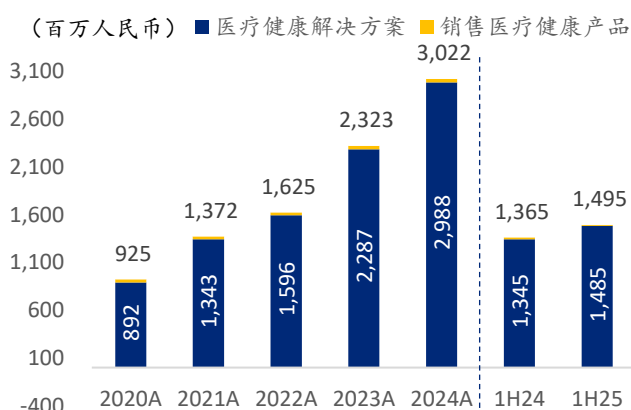
图表 13：固生堂医疗健康解决方案收入构成（1H25）



资料来源：公司资料、浦银国际

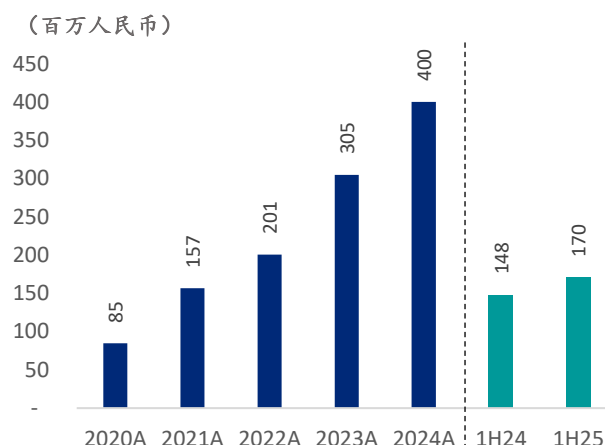
2020-2024 年公司实现收入利润高速增长，主要得益于规模扩张下就诊人次的增长。2020-2024 年公司实现 34.4% 收入 CAGR，主要受益于公司持续扩张的门店数量（并购为主、自建为辅）带来的就诊人次的增加（31.9% CAGR）。盈利端，公司在 2020-2024 年经调整净利润实现 47.4% CAGR，主要受益于收入的快速增长及经营效率的提升。1H25 公司收入和经调整净利润分别实现 9.5%、15.2% YoY 增速，主要由于并购的放缓使得就诊人次增速仅实现温和增长（+15.3% YoY）、以及就诊次均费用的轻微下降（受到饮片价格回落以及单次开药覆盖周期数的管控）。

图表 14：固生堂营业收入（2020-1H25）



资料来源：公司资料、浦银国际

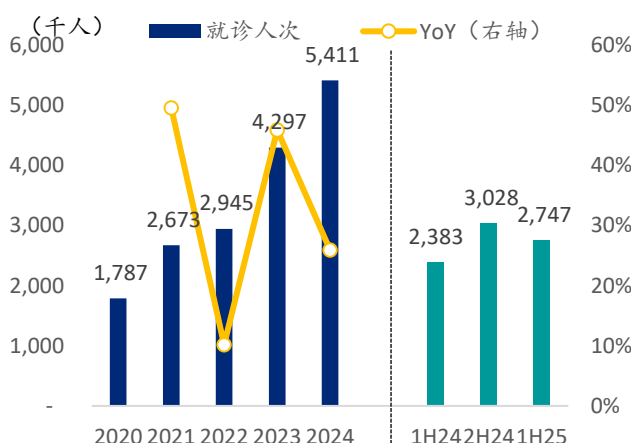
图表 15：固生堂经调整净利润（2020-1H25）



资料来源：公司资料、浦银国际

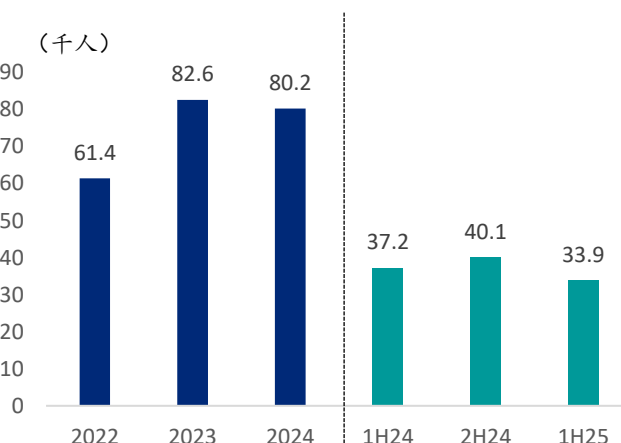
2020-2024 年公司就诊人次实现 32% CAGR，1H25 实现 15% YoY 增速。2020-2024 年间，公司就诊人次从 2020 年 179 万增长至 2024 年的 541 万（31.9% CAGR），除 2022 年受到新冠疫情影响，就诊人次增速有所放缓外，公司各年就诊人次均维持较高增速；1H25，公司就诊人次持续增长至 275 万（+15.3% YoY）。此外，从平均单店就诊人次看，2022 年、2023 年、2024 年平均单店就诊人次分别达到 6.1 万、8.3 万、8.0 万人次，1H25 则实现 3.4 万人次。

图表 16：固生堂历年就诊人次



资料来源：公司资料、浦银国际

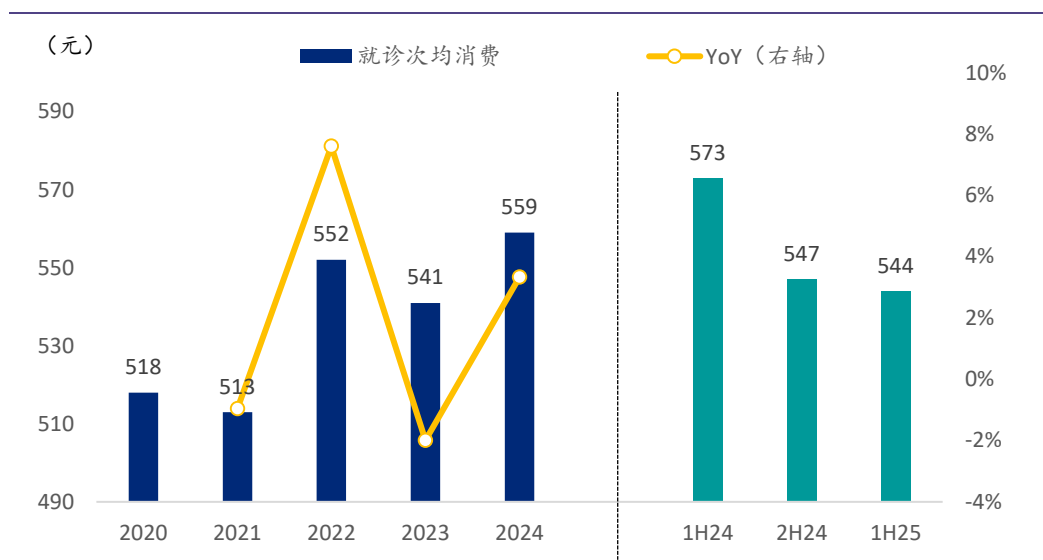
图表 17：固生堂就诊人次/平均门店数



资料来源：公司资料、浦银国际

就诊次均费用整体呈现上升趋势。此外，从次均消费角度看，固生堂就诊次均费用由 2020 年的 518 元提升至 2024 年的 559 元，尽管 1H25 客单价略微下滑至 544 元/次，但与 2H24 客单价较为接近（547 元/次），主要受到 2H24 饮片价格开始回落以及医保合规要求下，单次处方覆盖治疗周期数较以前变短的影响。目前公司客单价已稳定。

图表 18：固生堂就诊次均费用

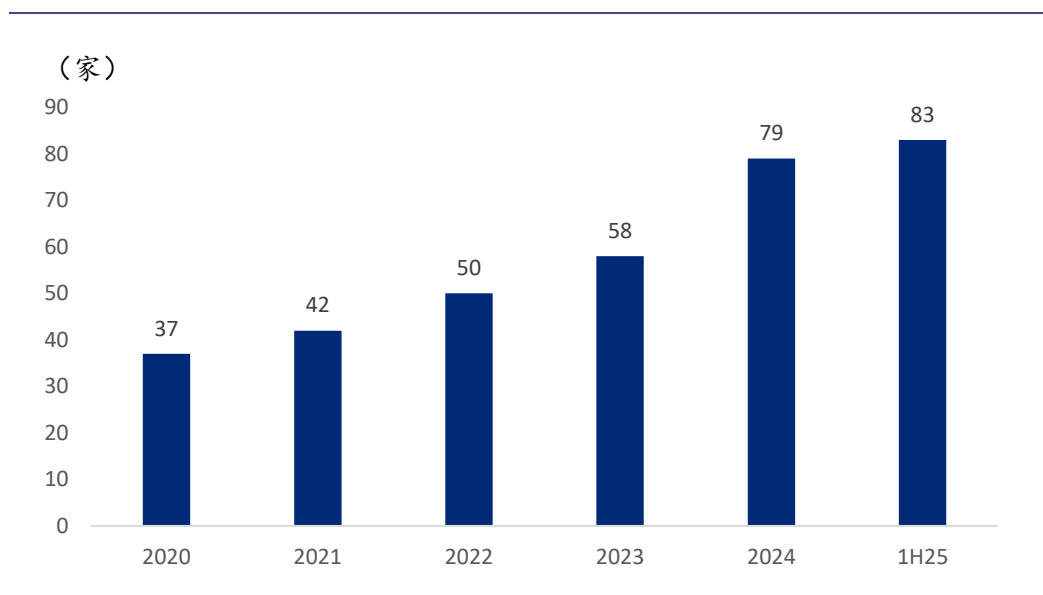


资料来源：公司资料、浦银国际

● 并购驱动公司规模快速扩张、收入快速增长

公司通过外延并购快速进入一、二线城市。截至 1H25 末，公司共有线下门店 83 家。2020 年以前，公司战略重点在于提升门店运营效率。2021 年起，随着已有门店逐步进入成熟期，公司通过并购及自建的方式，逐步向一线城市与二线城市扩张。公司分别于 2022 年、2023 年、2024 年、1H25 新增 6 家、10 家、21 家、7 家门店，其中收购门店分别为 3 家、7 家、17 家、3 家，在新增门店中占比分别达 50%、70%、81%、43%，收购成为公司核心的业务拓展策略。

图表 19：固生堂历年门店总数



资料来源：公司资料、浦银国际

从盈亏周期看，自建新店一般可于 2-3 年收回投入成本，并购的新店回本周
期则一般在 4 年左右。并购新店的回本周周期虽然更长，但通过并购当地口碑
良好的中医馆，公司可以快速获取牌照资源（vs. 自建需要花费 6-12 个月等
待牌照审批），可在短时间内进入新城市。

图表 20：自建 vs 并购中医馆的特点

	自建	并购
回本周期	2-3 年	约 4 年
前期投入	成本较小，但需要花时间等待牌照审批	成本较自建大，但通常已有牌照和客流量

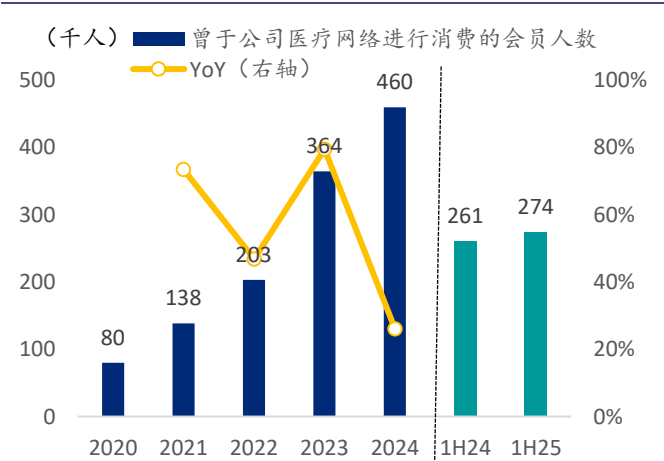
资料来源：公司资料、浦银国际

展望未来，预计公司 2026 年并购门店数量将明显多于 2025 年。受到医保控费以及消费仍未复苏的影响，公司在 2025 年主动放慢了并购的步伐，对并购采取了更谨慎的态度，1H25 共新收购 3 家门店（vs 2024 年全年并购门店 17 家），且公司整体目标从以往的收入导向转为利润导向。公司有望于 2026 年起逐步加速对新门店的并购。我们预计 2026 年并购门店数量将明显多于 2025 年。

● 会员持续增长，回头率及平均消费远高于非会员患者

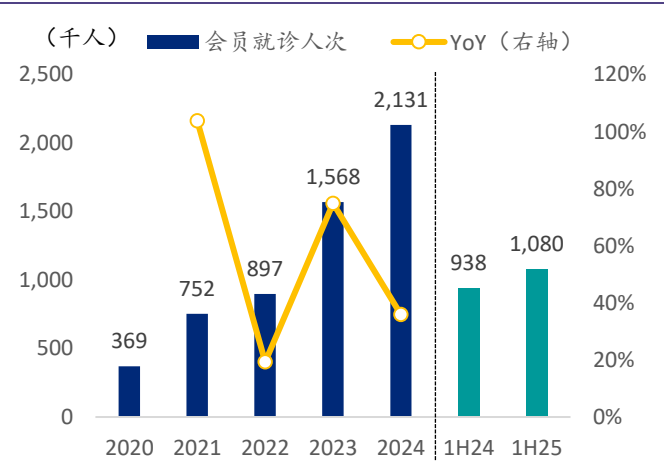
公司会员人数稳步增长，1H25 贡献公司近四成就诊人次以及四成出头收入。固生堂自 2019 年 3 月起推出综合会员制度，给予会员涵盖全周期的专属福利，如挂号费代金券、治疗代金券、中药代金券和治疗项目折扣价等。过去五年间，固生堂会员人数由 2020 年 8.0 万人增长至 1H25 末 27.4 万人，会员人数稳步增长；1H25 公司会员就诊人次达 108 万人次，占公司总就诊人次 39%。得益于会员人数及就诊人次的持续增长，公司会员收入稳步增长，于 2024 年分别实现 12.7 亿元（+32% YoY）、6.2 亿元（+6.3% YoY）收入，分别占公司总收入 42%、41.5%。

图表 21：固生堂会员人数



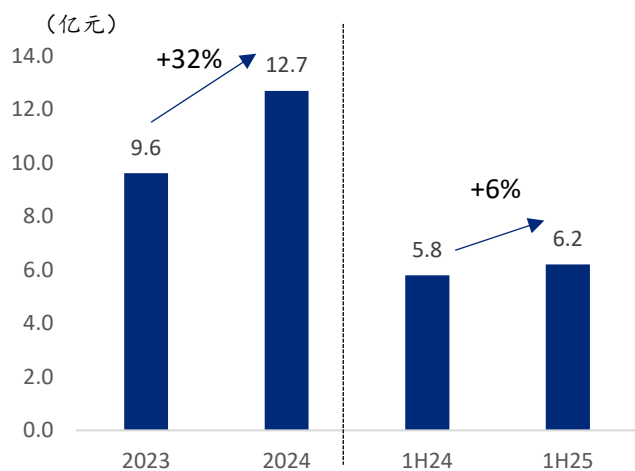
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 22：固生堂会员就诊次数



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 23：固生堂会员收入



资料来源：公司资料、浦银国际

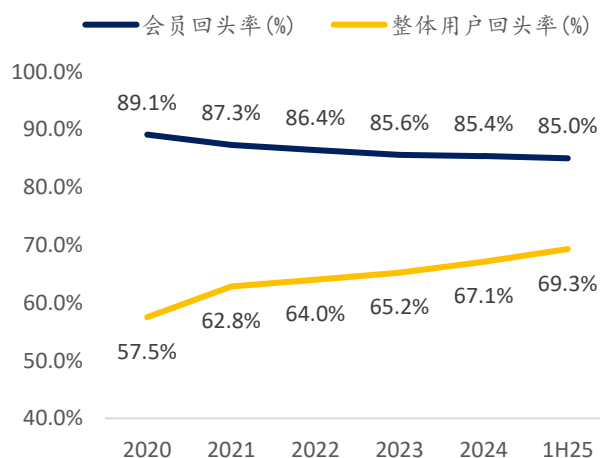
图表 24：固生堂会员价格与权益



资料来源：公司资料、浦银国际

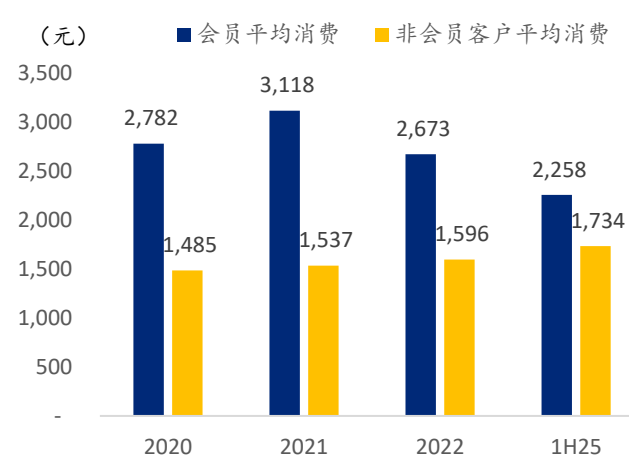
会员回头率及平均消费金额远高于非会员。公司会员患者的回头率明显高于非会员患者，2024 年/1H25 固生堂会员回头率分别为 85.4%/85.0%，明显高于公司整体患者回头率 (67.1%/69.3%)。此外，会员平均消费金额远高于非会员，1H25 公司会员人均消费 2,258 元，明显高于公司整体人均消费金额 (1,734 元)，符合过往年份会员年平均消费额远高于非会员的趋势 (2020-2022 年会员平均消费额为非会员的 1.7-2 倍左右)。

图表 25：固生堂会员回头率



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 26：固生堂会员 vs 非会员平均消费

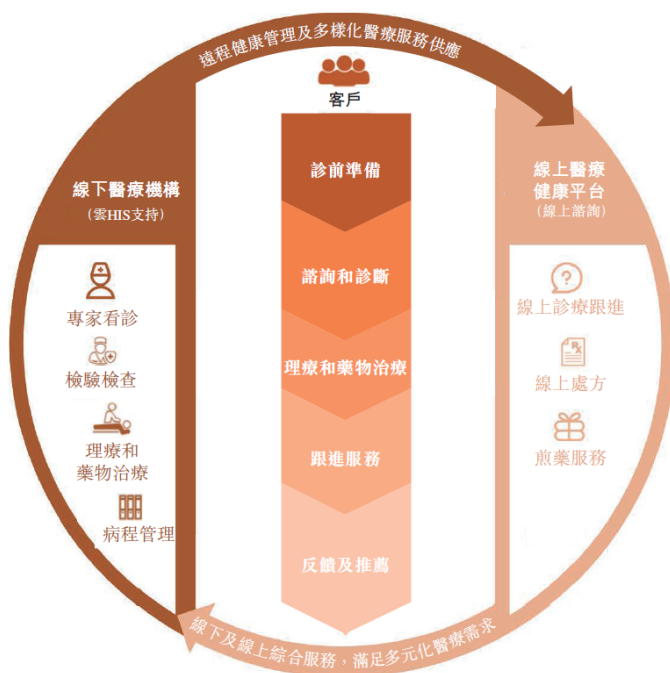


资料来源：公司资料、浦银国际

● 线上线下模式共同推动业务发展

“线上+线下”商业模式推动公司业务快速发展。“OMO”（Online-Merge-Offline, “线上+线下”商业模式），是固生堂发展策略之一，此模式使得公司突破了中医服务在服务时间和实体基础设施上的限制，实现了业务的快速扩张。线下业务方面，固生堂通过建立并运营多家医疗机构，提供直接的诊疗和康复服务。线上业务方面（1H25 贡献公司总收入 9%），固生堂通过建立自有线上平台，提供专业咨询、预约挂号等服务；借助线上医疗健康平台，如微信公众号及小程序，提供在线预约、后续咨询、诊断和处方服务，并凭借庞大的医师网络以及自有信息技术基础设施为更庞大的跨地域客户群提供服务。线上服务的发展助力公司更有效地使用医疗资源和扩大客户覆盖范围，公司还可根据线上医师及客户活跃度，策略性地选择城市扩大线下覆盖率。

图表 27：固生堂 OMO 业务模式示意图



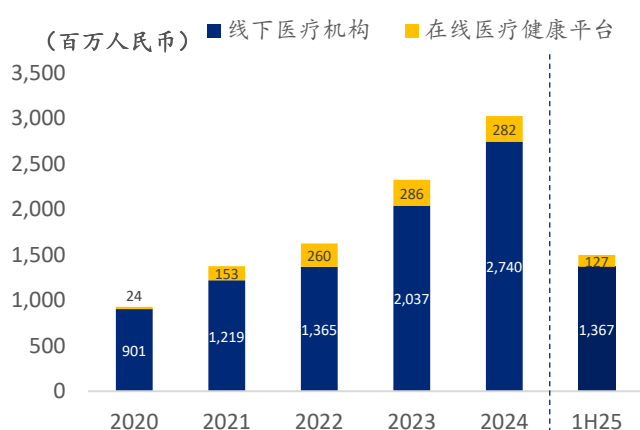
资料来源：公司招股说明书、浦银国际

图表 28：固生堂线上、线下服务对比

	线下医疗机构	线上医疗平台
服务项目	首次及随访诊断、处方服务、煎药服务、理疗及医疗健康产品销售。	随访诊断、处方服务、煎药服务及医疗健康产品销售。
定价及收入模式	- 医疗费用主要包括咨询费、药费、处置费及理疗费。 - 对于定点医疗机构，医疗费用按照当地相关医疗卫生行政部门对国家医保报销方案涵盖的服务和产品制定的定价指引、价格上限及/或成本加成上限收取。 - 对于其他医疗机构，公司的价格主要参考同地区公立医疗机构对同类医疗健康解决方案及产品的定价确定。 - 对于公司有权自行定价的医疗健康产品的价格，公司通常根据采购成本和相同或可资比较产品的市场价格设定。	- 医疗费用主要包括咨询费、药费及处置费。 - 根据国家医疗保障局于 2019 年 8 月 17 日发布的《国家医疗保障局关于完善「互联网+」医疗服务价格和医疗支付政策的指导意见》，私营替代性医疗健康服务提供商提供的在线医疗健康服务价格实行市场调节。 - 在线平台的医疗服务价格参照线下医疗机构的价格及相关定价指引、医疗机构价格上限及/或成本加成上限确定。 - 医疗健康产品价格根据采购成本及同地区可资比较产品价格确定。
支付方式	通过国家医保报销方案、商业保险，或直接或通过现金、银行卡或通过第三方支付平台在线支付。	通过银行卡，或通过第三方支付平台在线支付。
监管限制	- 诊疗活动需按照医疗机构执业许可证核定的服务范围开展。 - 公司旗下医疗机构的合格中医师可以开具西药处方（包括 OTC 药品和处方药）。	- 医师仅允许通过互联网医院为某些常见病或慢性病患者提供随访医疗健康服务，但邀请医师通过在线平台与同时为线下医疗机构的患者提供咨询和诊断的主管医师共同进行远程会诊的情况除外。 - 除首次咨询（以及对患有不能归类为常见病或慢性病的客户），以及性质上只能在实体医疗机构提供的服务（如现场及检测检查）外，随访诊断及开具处方等其他医疗健康服务应互为补充、在线或线下均可提供。

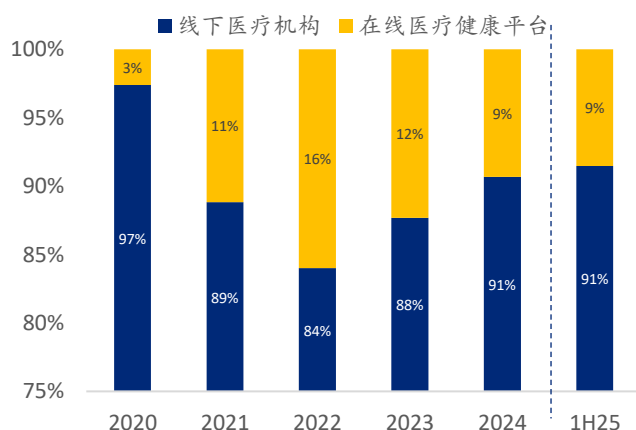
资料来源：公司招股说明书、浦银国际

图表 29：线下及线上平台收入



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 30：线下及线上平台收入占比



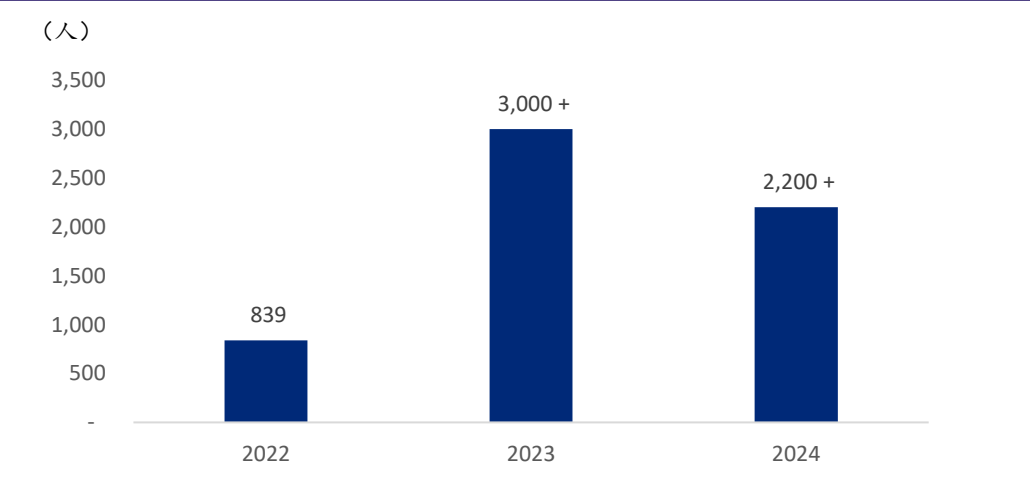
资料来源：公司资料、浦银国际

以“名医工作室”为核心，公司已建立起庞大的名中医资源网络

● 通过工作室和 AI 分身实现名医诊疗经验复制和推广

公司具有丰富的名中医资源。截至 1H25 末，固生堂已在全国建立了 141 个由国医大师、全国名中医领衔的“名医工作室”。公司目前聘请 7 位国医大师（全国范围内仅 120 位国医大师），铸造了较强的稀缺性资源壁垒。此外，截至 2024 年末，公司拥有特色人才（国医大师、全国名中医、岐黄学者、省市级名中医、三甲医院科室主任、院长或副院长）逾 2,200 人。

图表 31：固生堂中医药特色人才人数*



注：*特色人才指国医大师、全国名中医、岐黄学者、省市级名中医、三甲医院科室主任、院长或副院长；
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 32：固生堂 7 位国医大师名单

姓名	履历
许润三	男，1926 年生人，一名专注于妇科疾病中医诊治的专家。许润三为中日友好医院的主任医师，获授予“首都国医名师”称号。
周岱翰	男，1941 年生人，一名专注于肿瘤疾病的中医诊治的专家。周岱翰教授为广州中医药大学博士生导师及国务院特殊津贴专家。他还获得了人力资源和社会保障部、国家卫生健康委员会和国家中医药管理局颁发的“全国中医药杰出贡献奖”。
施杞	男，1937 年生人，中共党员，中医骨伤专家教授、博士研究生导师、主任医师。施杞提出骨伤病整体论治观，构建了中医骨内科学，主要从事气血、肾精、痰瘀等中医理论现代基础研究。2022 年施杞教授的固生堂名医传承工作室揭牌。
严世芸	男，1940 年生人，中共党员，临床善于治疗内科疾病、各种疑难杂症以及亚健康的调理。上海中医药大学教授，博士研究生导师，主任医师，国家级教学名师。
林毅	女，1942 年出生医学世家，全国著名中医乳腺病专家、主任医师、教授。
葛琳仪	女，1933 年生人，擅长呼吸系统和消化系统疾病。临床经验十分丰富，尤其擅长采用中西医结合的方法治疗呼吸系统与消化系统疾病及疑难杂症。在治疗消化道疾病方面，早年研制的“止血一号”获 1992 年省医药科技进步三等奖。她对胃炎、溃疡病的治疗也颇有心得，临床疗效明显。
王庆国	男，1952 年生人，医学博士，北京中医药大学终身教授，中医临床基础专业博士生导师。肝胆脾胃科特聘专家，从事中医临床、教学与科研工作近三十年。

资料来源：公司资料、浦银国际

“名医工作室”通过合伙人机制与名医共享门店收益，吸引及保留优质名医资源。固生堂在新开的医馆开放部分股权接受医生投资，除挂号、外治、中药分成等常规收益外，当单店年收入超过一定限额时，医生合伙人可按投资比例获得分红。通过将医生的收益与门店的业绩绑定，固生堂可在留存优秀医师的同时实现门店的稳定发展。

图表 33：固生堂“名医工作室”合伙人机制

合伙人条件	- 符合固生堂合伙医师要求资格并于门店试诊1-2次； - 至少能合作五年，每周能不定时出诊。
股权及收益分配	- 投资门槛：每人最低投资金额为30万元，最高不超过300万元。 - 股权结构：新开单店30%的股权向医生开放投资，公司保留70%的控股权。 - 激励性分红：当单店年度营收超过3000万元时，从第二年开始，按投资比例进行现金分红。
退出机制	合伙人可随时变现股权。公司负责经营和兜底，回购股权。

资料来源：公司资料、浦银国际

名医资源及公司多年诊疗数据赋能“AI+中医”研发。在 AI 赋能中医诊疗方面，公司的核心优势在于拥有海量的中医诊疗高质量数据以及丰富的应用场景。截至 2024 年末，公司累计就诊量已达到 2200 万+，每年新增数百万就诊数据，临床数据量大且质量高。此外，公司的线下医疗机构及辐射全国的互联网医院，覆盖了诊前诊中诊后全流程，使得 AI 能在不同场景下为患者提供优质医疗资源。

图表 34：固生堂中医 AI 服务平台架构



资料来源：公司资料、浦银国际

打造“国医 AI 分身”，实现诊疗经验的可复制、可推广。公司于 2025 年 6 月发布首个“国医 AI 分身”，并于 8 月将“国医 AI 分身”数量增至 10 个，覆盖肿瘤科、皮肤科、消化内科、耳鼻喉科、男科、心理睡眠科、经典方科、骨伤科等八大中医核心专科领域。“国医 AI 分身”基于国医大师施杞、全国名中医蔡淦、广东省名中医丁国安、知名肿瘤科专家贺用和、广东省名中医黄穗平、国家名老中医药专家李海松、广东省名中医李浩、知名经方专家欧阳卫权、广东省名中医阮岩、上海市名中医徐振晔共 10 位名医的临床经验深度构建，可协助医生处理常规诊疗事务，提升诊疗效率，还能通过智能辅助青年医生开展诊疗工作，帮助其系统掌握名医诊疗思维，有效缩短从跟诊学习到独立出诊的成长周期。目前，AI 分身在专家模拟一致性上已达 86% 以上，实现了让专家数十年宝贵诊疗经验的可复制、可推广。

图表 35：固生堂国医 AI 分身基于 10 位名医临床经验

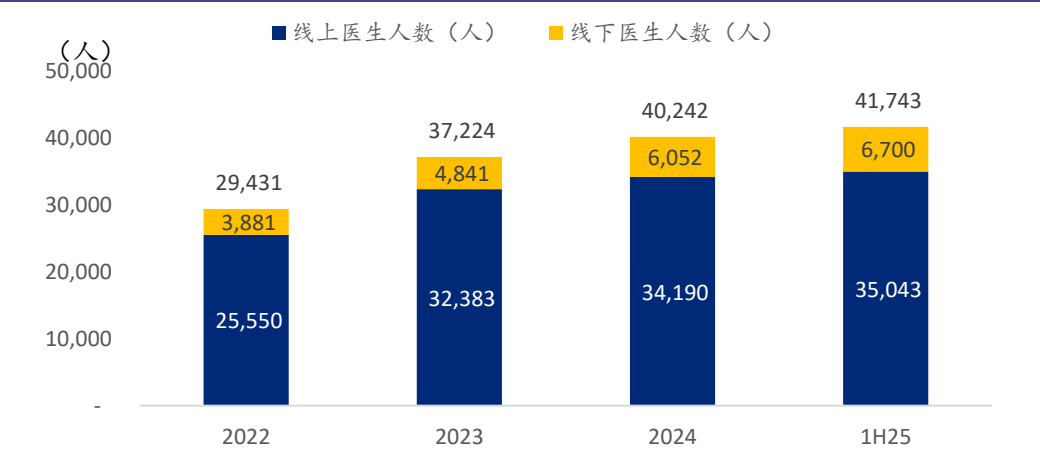


资料来源：公司资料、浦银国际

● 医生队伍规模持续扩大，晋升路径明确

医生队伍规模持续扩张。医师资源是中医院的核心竞争力。在固生堂执业的医师分为两类，自有线下医生及线上医生（与固生堂订立专家合作协议）。截至 1H25 年末，公司共有医生人数 41,743 人，其中自有线下医生 6,700 人（相较 2024 年末增加 648 人），线上医生 35,043 人（相较 2024 年末增加 853 人），线上医生人数占 84%。

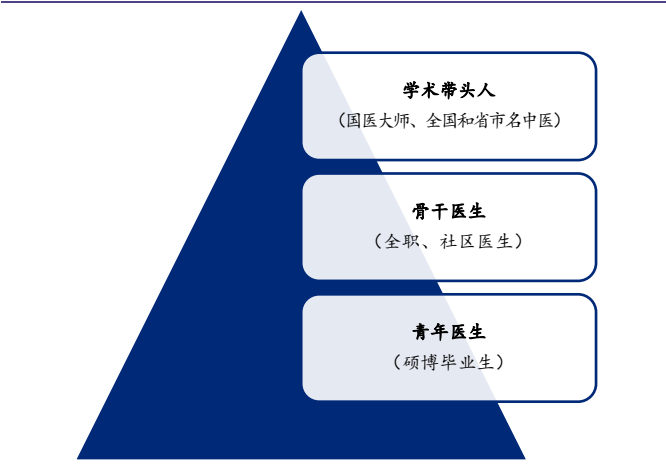
图表 36：固生堂医生人数



资料来源：公司资料、浦银国际

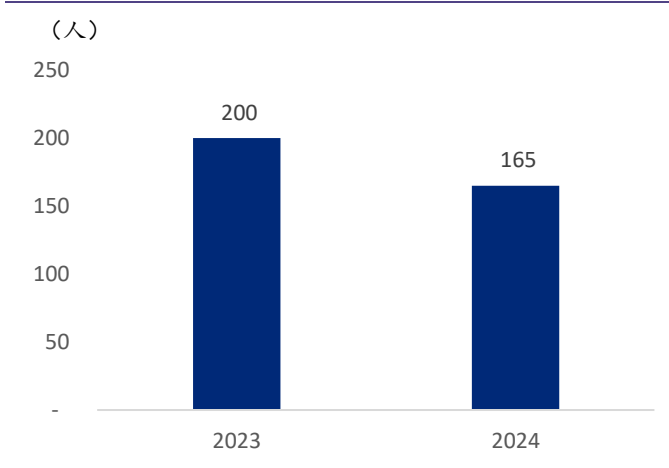
固生堂已建立了较完备的自有医生培养与晋升体系。固生堂采用师带徒模式培养中医药人才，打造高素质的青年医师团队。公司的名中医传承工作室及 OMO 平台让来自不同地域的优秀专家与青年人才高效分享临床经验和学术成果，加速专职医师队伍建设。目前公司已经搭建起学术带头人（国医大师、全国和省市名中医）、骨干医生（全职、社区医生）、青年医生（硕博毕业生）三个梯队人才培养体系，每年均可吸纳 150-200 名青年医生加入固生堂。

图表 37：固生堂人才培养体系



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 38：每年加入固生堂的青年医生数量



资料来源：公司资料、浦银国际

针对不同岗位，固生堂搭建了清晰的晋升机制。除全公司有统一的晋升制度外，固生堂针对各个层级、业务部门、岗位均设置了具体的晋升管理机制。同时，为引导青年医生在公司平台成长，公司还推出了《关于全职医生（含医助）出诊及晋升的管理规范》，明确了业务专业管理岗位及专业技术人才的晋升相关管理规定。

图表 39：固生堂晋升路径



资料来源：公司资料、浦银国际

积极推进国际化进程，海外收入有望迎来迅速增长

公司积极推动业务出海，新加坡成为出海首站。海外的中医资源较为缺乏，但海外华人数量众多，中医诊疗服务的供需矛盾相较国内更为突出。公司于2024年首次进行出海尝试，先后完成了与宝中堂、大中堂、仁合中医的三项交易与合作：

- **收购宝中堂 100%股权：**公司于2024年3月与新加坡宝中堂订立股权转让协议，收购宝中堂100%股权，迈出了公司国际化的第一步。
- **与1doc达成战略合作：**公司于2025年10月与新加坡1doc达成战略合作，1doc将在其现有诊所网络内划分独立的中医诊疗区域，由固生堂持股70%并全面负责运营管理，1doc持股30%，共同开展中医业务。1doc目前在新加坡运营9家自有诊所和21家附属诊所，根据合作框架，患者可在同一医疗生态内获得中西医结合的诊疗方案，体验从预防、诊断到康复的全周期健康管理。
- **收购大中堂 100%股权：**公司于2025年11月宣布收购新加坡大中堂100%股权。此次收购完成后，固生堂将在新加坡新增14家中医门诊部，进一步拓宽公司在新加坡的患者覆盖范围。
- **与新加坡仁合中医达成战略合作：**公司于2025年11月宣布与新加坡仁合中医达成战略合作，双方将以单店合伙的创新模式开设中医诊所。随着合作落地，固生堂在新加坡运营的中医诊疗机构数量进一步增加。

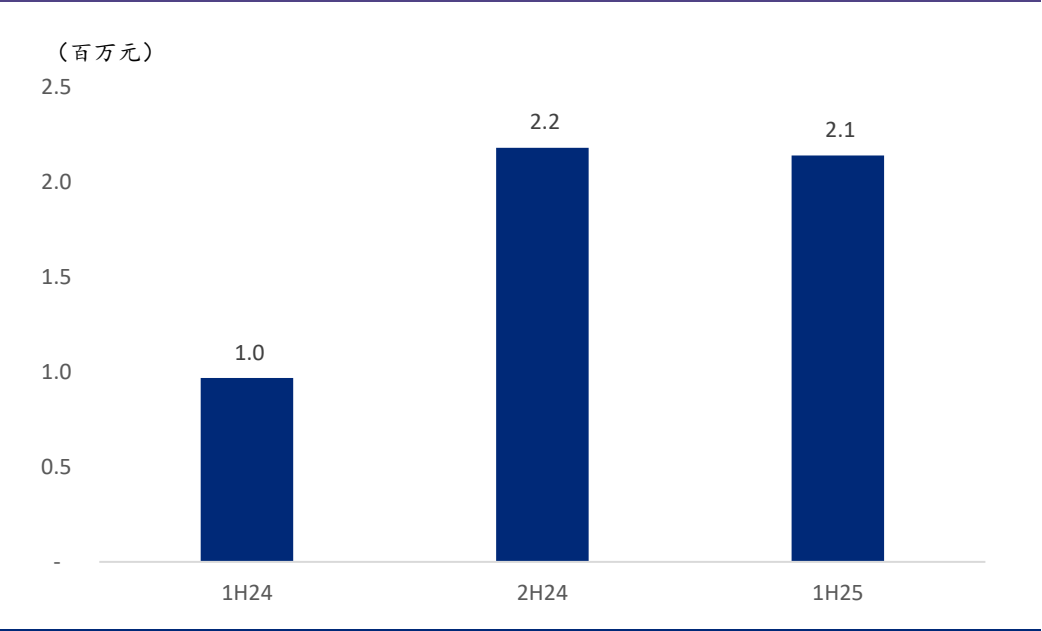
图表 40：新加坡宝中堂诊所室内环境



资料来源：公司资料、浦银国际

目前，新加坡业务处于扩张初期，短中期有望实现快速收入增长。自 2024 年公司进入新加坡市场后，当年实现海外收入人民币 315 万元，1H25 进一步增长到人民币 214 万元（+121% YoY）。随着 4Q25 公司加快新加坡收购及合作发展的步伐，我们预计公司新加坡业务将在短中期实现持续快速增长。

图表 41：公司新加坡业务收入



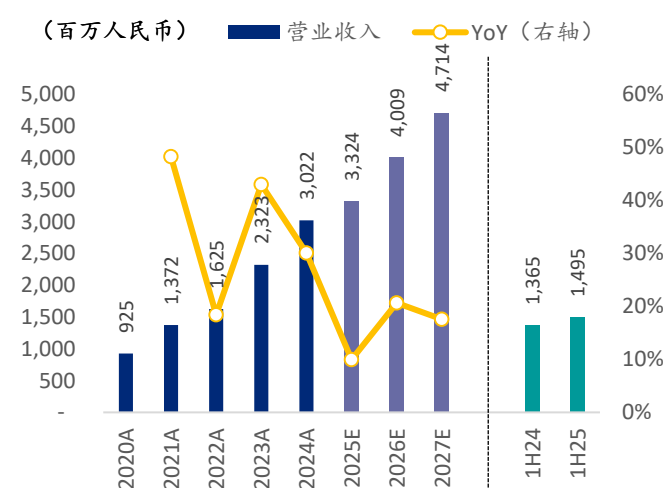
资料来源：公司资料、浦银国际

财务分析及预测

2020-2024 年收入高速增长，1H25 实现 9.5% 的收入同比增速。2020-2024 年公司收入实现 34.4% CAGR 的高速增长，主要受益于公司持续扩张的门店数量（并购为主、自建为辅）带来的就诊人次的增加（+31.9% CAGR）。1H25 公司实现收入 14.9 亿元，对应+9.5% YoY 增速，主要由于线下医疗机构板块实现 13.7 亿元收入（+11.1% YoY），主要受益于就诊人次增长+15.3% YoY，客单价与 2H24 相比基本保持稳定。

展望未来，我们预计公司有望于 2025E、2026E、2027E 实现收入 33.2 亿元（+10.0% YoY）、40.1 亿元（+20.6% YoY）、47.1 亿元（+17.6% YoY），主要受益于并购扩张重回策略重心带来的就诊人次的双位数增长，以及就诊次均费用维持单位数速率稳定增长。

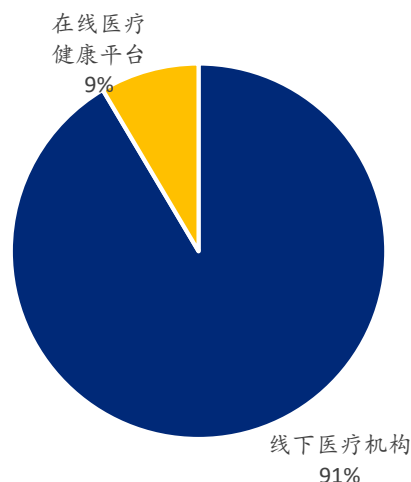
图表 42：固生堂营业收入



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

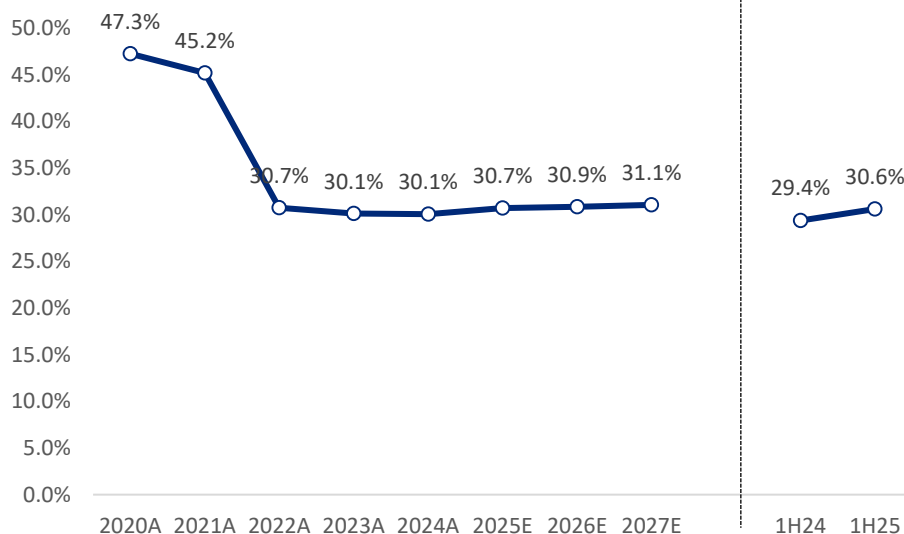
图表 43：固生堂线下、线上收入占比（1H25）



资料来源：公司资料、浦银国际

2022-1H25 公司毛利率维持在 30% 出头水平，较为稳定。公司 2022 年、2023 年、2024 年、1H25 毛利率分别为 30.7%、30.1%、30.1%、30.6%，较为稳定。就 1H25 而言，医疗健康解决方案业务毛利率小幅提升至 30.6%（+1.2ppts YoY），销售医疗健康产品业务毛利率提升至 36.4%（+8.6 ppts YoY）。展望未来，我们认为公司毛利率有望温和稳定增长，因此我们预测 2025E、2026E、2027E 毛利率分别为 30.7%、30.9%、31.1%。

图表 44：固生堂毛利率

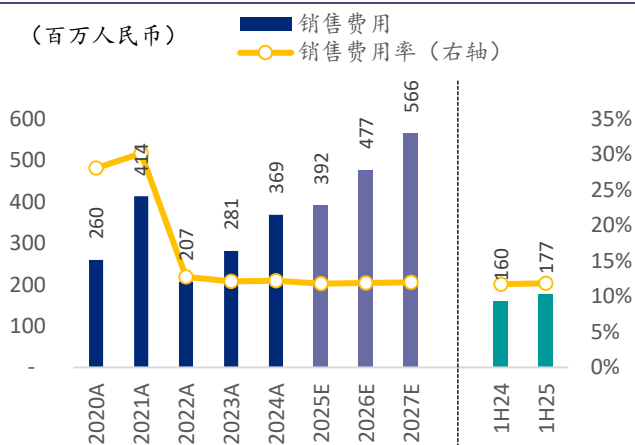


E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

公司近年来销售费用率和管理费用率相对稳定。2022-2024 年公司销售费用率维持在 12.1%-12.8% 区间，1H25 销售费用率为 11.8% (+0.1 ppts YoY)，较 1H24 大致相当。2022-2024 年公司管理费用率大约在 6.1%-6.7% 区间，1H25 管理费用率进一步下降至 6.3% (-1.8ppts YoY)，体现出更强的成本管控和更高的经营效率。展望未来，我们认为短中期销售费用率和管理费用率有望轻微同比上升（主要考虑到海外运营机构新增较多，对应销售与管理费用增加较多）。因此，我们预计 2025E、2026E、2027E 销售费用率分别为 11.8%、11.9%、12.0%，管理费用率分别为 6.1%、6.3%、6.4%。

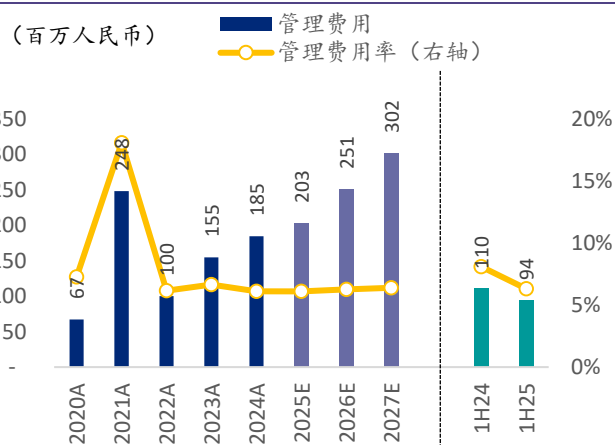
图表 45：固生堂销售费用



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 46：固生堂管理费用



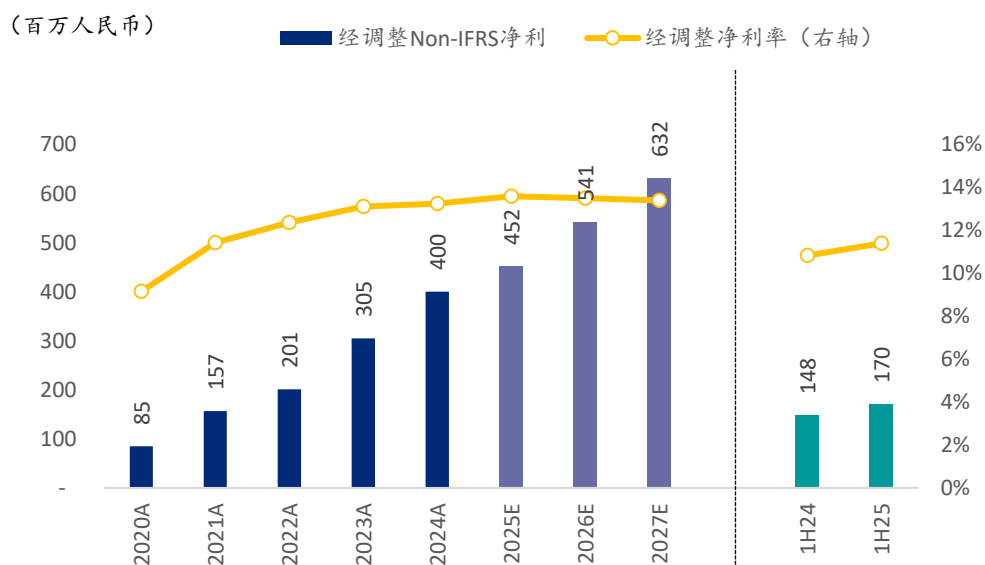
E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

2022-2024 年经调整净利润增长迅猛，1H25 实现 15% 同比增速。2022-2024 年公司实现经调整净利润 47.4% CAGR，主要受益于收入的快速增长及经营效率的提升。1H25 公司经调整净利润实现+15.2% YoY 增速，主要由于收入仅温和增长（+9.5% YoY），较前些年强劲增长有所放缓。

公司经调整净利率过去三年逐步上升，1H25 经调整净利率达到 **11.4%**，我们认为公司经调整净利率短中期有望维持稳定。公司经调整净利率从 2022 年的 12.4% 逐步上升至 2024 年的 13.2%；1H25 经调整净利率为 11.4%（注：公司历年来上半年通常比下半年利润率低），同比而言亦有所提升（vs. 1H24: 10.8%，+0.6ppts YoY），主要由于公司 1H25 毛利率较 1H24 同比提升以及管理费用率的明显下降。展望未来，我们认为公司经调整净利率短中期有望稳定在 13.4%-13.6% 区间。

图表 47：固生堂经调整净利润



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

估值

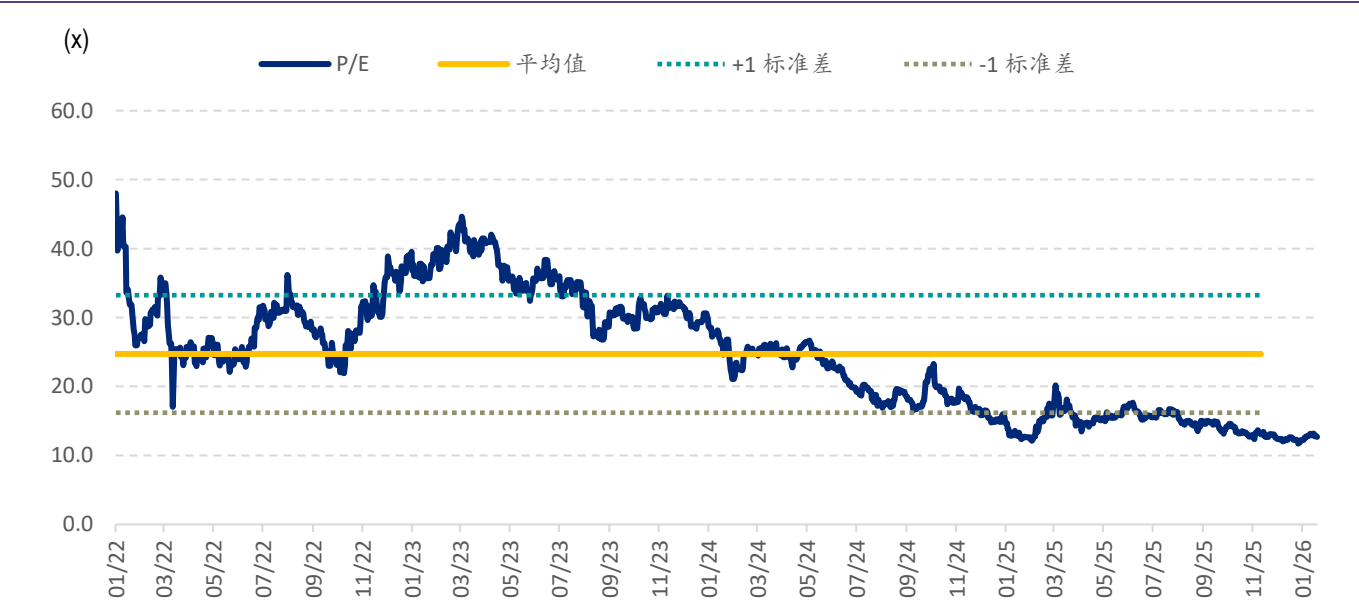
我们基于市盈率（PE）法对公司进行估值。考虑到公司所处行业的发展前景及其自身的盈利增长潜力，我们设定其 2026E P/E 目标倍数为 15 倍，较其过去五年的历史平均前瞻 PE 水平低约 1.1 个标准差。基于此，我们得出公司目标价为 38.5 港元，首次覆盖给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐。我们看好公司并购重回策略重心之后，短中期收入有望重新回到快速成长通道，股价亦有望随着业绩兑现实现积极上涨。

图表 48：固生堂 PE 估值

	2024	2025E	2026E	2027E
经调整净利润 (百万人民币)	400	452	541	632
目标 P/E (x)			15	
股权价值 (百万人民币)			8,118	
发行在外股数 (百万股)			232	
目标价 (港币)			38.5	

E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 49：固生堂 PE Band



资料来源：公司资料、浦银国际

投资风险

- **中药饮片集采影响范围扩大：**中药饮片占公司收入比例较大。若后续批次的中药饮片集采中出现较大的价格降幅，或将对民营医院中药饮片价格造成一定下行压力，对公司收入造成负面影响；
- **消费意愿疲软：**中医诊疗量与国内患者的消费意愿有较强的关联。若后续国内消费者为中医诊疗的付费意愿下降，则可能对公司收入带来负面影响；
- **行业竞争加剧：**国内民营中医诊所数量较多，且竞争激烈。若后续行业竞争加剧，公司原有患者或选择在竞争对手的中医诊所进行诊疗，公司诊疗量增速存在不及预期的可能性；
- **并购进度不及预期：**并购是公司业务扩张的重要策略，通过并购已有中医诊所可快速进入当地中医诊疗市场并获得当地客户资源。若后续并购进度不及预期，公司收入增长速度或较预期缓慢；
- **国际化进度不及预期：**公司积极推进业务出海，若后续国际化进度不及预期，或影响公司海外收入不及预期。

附录

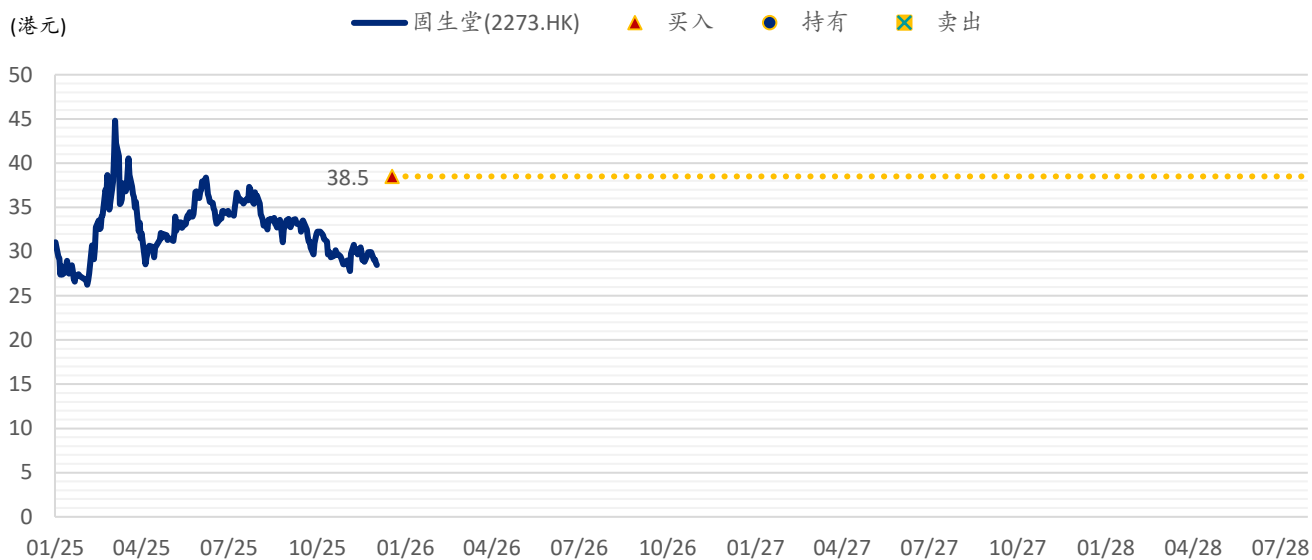
图表 50：公司核心管理层

姓名	职务	个人简介
涂志亮先生	创始人兼提名委员会主席	于 2010 年 9 月创办公司，涂先生主要负责整体公司及业务战略、监督公司的管理及营运，其在医疗行业拥有逾 20 年经验。 涂先生为第十三届中国人民政治协商会议广东省委员会委员及第十二届中国人民政治协商会议广东省委员会委员。此外，彼亦曾担任中华中医药学会常务理事、世界中医药学会联合会国医堂馆社区服务专业委员会副会长、世界中医药学会联合会中医治未病专业委员会常务理事、广东省中医药学会常务理事。自 2023 年 3 月起，涂先生一直担任中华中医药学会中医馆共同体主席，任期至 2027 年 3 月。此外，涂先生曾登上 2024 福布斯中国最具影响力华人精英 TOP100 榜单。
邓仕刚先生	首席财务官	于 2019 年 8 月 5 日获委任为公司首席财务官，主要负责监督并购、融资及主管公司的财务管理及资本运作系统。 邓先生于财务及会计方面拥有逾25年经验。曾担任中粮包装控股有限公司（股份代号：906.HK）全资附属公司广州番禺美特包装有限公司财务经理、明辉国际控股有限公司（股份代号：3828.HK）附属公司明辉实业（深圳）有限公司财务经理、锦兴国际控股有限公司（股份代号：2307.HK）副总经理、赢家时尚控股有限公司（股份代号：3709.HK）首席财务官。 邓先生分别于1995年6月及2001年6月自广东省广州市中山大学取得经济学学士学位（主修会计及审计）及工商管理硕士学位。邓先生于2001年1月成为中国注册会计师协会合格会员。
郑项先生	副总裁	于2020年9月9日获委任为公司副总裁，主要负责主管技术系统的构建及开发，管理集团三方平台流量合作，领导推广及扩张提供中医医疗健康服务的在线医院整体业务营运，以及中医AI方面的业务。 郑先生于互联网及医药行业拥有逾17年经验，曾任职于南京南瑞继保电气有限公司、担任南京金创能网络技术有限公司首席运营官、正大天晴药业集团股份有限公司互联网产品运营经理、南京一康信息技术有限公司合伙人、南京百会云医科技有限公司的董事及法定代表人、上海万联大药房有限公司的董事及法定代表人。 郑先生于2007年9月取得南京理工大学信息与计算科学专业学士学位，于2024年10月取得中欧国际工商学院高级管理人员工商管理硕士学位。
张秋敏女士	助理总裁	于2024年2月5日获委任为公司助理总裁，主要负责公司北京业务区域的整体业务管理及团队管理，兼管上海及天津业务区域。 张女士于医疗健康行业拥有逾17年经验，曾担任深圳爱康卓悦快验保门诊部院长助理。张女士于2011年4月加入广东固生堂，曾担任北京、广州门店经理、广州业务区副总经理、上海业务区营运副总经理、上海业务区域总经理。 张女士于2013年1月毕业于广东医科大学（前称广东医学院）的护理专业。

资料来源：公司 1H25 财报、浦银国际

SPDBI 目标价

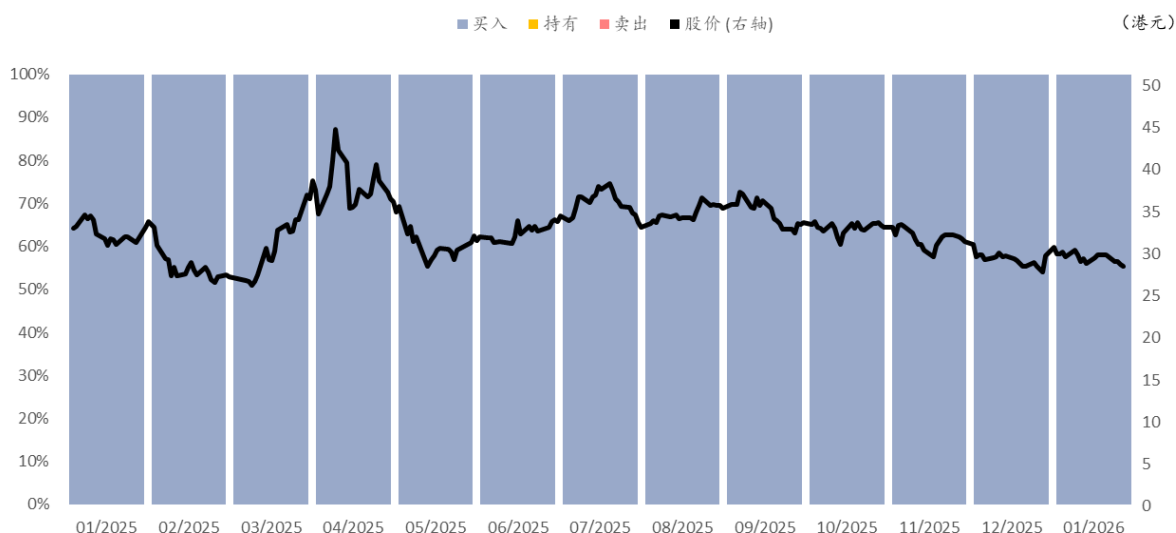
图表 51: SPDBI 目标价: 固生堂 (2273.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

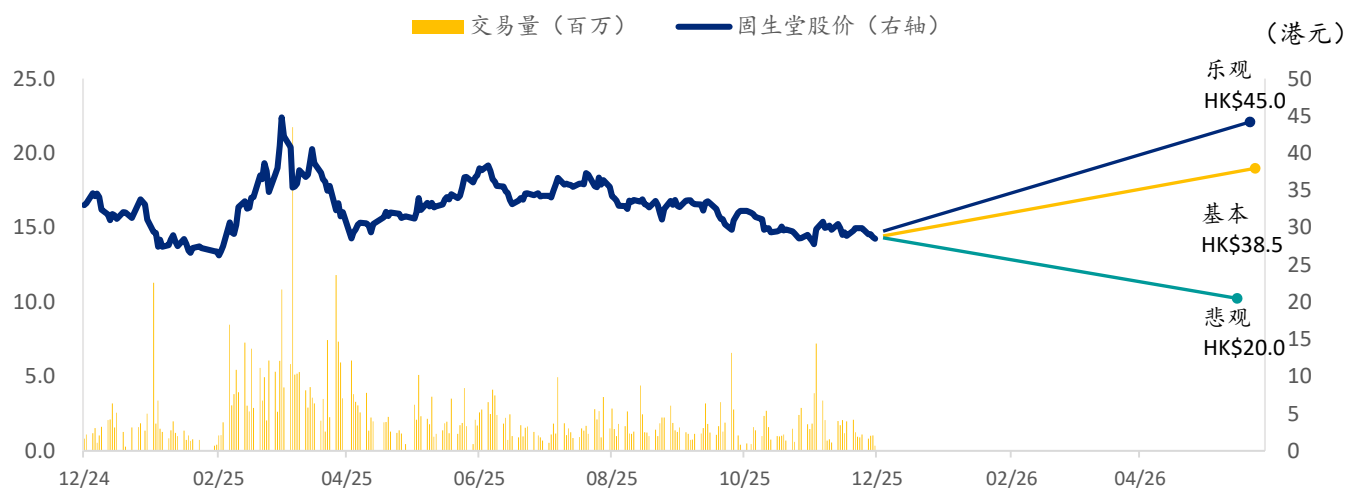
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 52：固生堂（2273.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 53：固生堂（2273.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：45.0 港元

概率：30%

- 2025-2027 年收入 CAGR>25%
- 2025-2027 年毛利率>35%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR>25%

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：20.0 港元

概率：20%

- 2025-2027 年收入 CAGR<10%
- 2025-2027 年毛利率<25%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR<10%

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

海吉亚 (6078.HK): 民营肿瘤服务龙头, 拐点仍待观察

我们首次覆盖海吉亚 (6078.HK), 给予“持有”评级, 目标价为 13.5 港元。

- 我国新发癌症患者数量逐年上升, 死亡率逐年略降, 为肿瘤医疗服务提供商带来广阔市场空间。根据国家癌症中心 2024 年发布的最新数据, 我国 2022 年新发癌症病例达到 482 万例, 较往年进一步上升 (vs. 2020 年: 457 万例)。2000-2018 年间, 我国全癌种标化发病率以平均每年 1.4% 的速率上升, 而标化死亡率以每年 1.3% 的速率下降。目前我国的肿瘤医疗资源仍然处于供不应求的阶段, 床位使用也长期处于在超负荷水平。随着新发肿瘤患者的数量不断增长, 肿瘤服务的需求也在同步增加, 肿瘤医疗服务需求巨大。从市场规模角度看, 2025 年我国民营肿瘤医疗服务市场规模人民币 915 亿元, 预计市场规模有望于 2030 年达到 2,075 亿元。
- 海吉亚是我国民营肿瘤医疗服务连锁龙头, 定位三四线城市, 以肿瘤放疗为特色进行差异化竞争。公司自成立以来, 瞄准三四线城市肿瘤医疗服务空白, 以高壁垒的肿瘤放疗为核心业务, 打造区域放疗中心。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司运营 16 家医院 (4 家三级, 12 家二级), 覆盖 8 省 13 市, 成为国内领先的民营肿瘤医疗集团。2019-2024 年, 公司实现 33% 收入年均复合增速 (主要受益于就诊人次快速增长) 和 29% 经调整净利润复合增速。
- 公司通过并购与自建双轮驱动的策略成功搭建起全国医院网络, 未来有望通过外延并购进一步扩大规模。自 2011 年收购旗下首家医院邯郸仁和医院以来, 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司通过“自建+收购”模式将旗下医院组合扩大至 16 家 (5 家自建医院、11 家收购医院)。除了短期即将投入运营的两所自建医院——2026 年初将投入运营的无锡海吉亚医院和 2026 年底/2027 年初将投入运营的常熟海吉亚医院, 公司计划未来更多通过外延并购进一步扩大规模。我们认为并购模式将有助于公司实现更快的医院运营爬坡效率。
- 首次覆盖给予“持有”评级, 目标价 13.5 港元。我们预计公司有望于 2025E/2026E/2027E 实现 41 亿元/44 亿元/47 亿元收入和 4.7 亿元/5.3 亿元/6.0 亿元经调整净利润。我们采取 PE 对公司进行估值, 给予公司 14x 2026E P/E (较 5 年均值前瞻市盈率低 0.6 个标准差), 得到 13.5 港元目标价, 给予“持有”评级。由于公司在 1H25 受到包括 DRG/DIP 2.0 在内的医保改革控费措施带来的影响, 收入和利润承压, 我们认为医保控费政策对公司实际运营及业绩的影响仍有待进一步观察。若公司较市场预期更快走出医保控费承压状态, 业绩好于市场预期, 公司股价有望迎来明显上行机会。
- 投资风险: 民营肿瘤医院行业监管政策或医保控费趋严; 行业竞争加剧; 商誉减值; 医疗事故与纠纷。

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

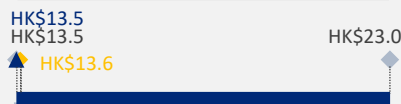
2026 年 1 月 26 日

评级

持有

目标价 (港元)	13.5
潜在升幅/降幅	-1%
目前股价 (港元)	13.6
52 周内股价区间 (港元)	11.3-18.4
总市值 (百万港元)	8,386
近 3 月日均成交额 (百万港元)	47

市场预期区间

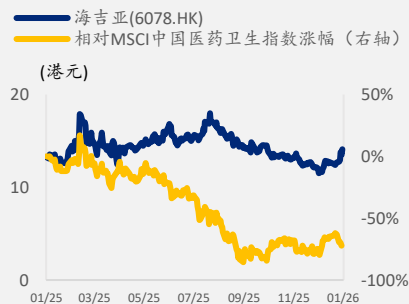


▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2026 年 1 月 21 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,077	4,446	4,092	4,409	4,748
同比增速 (%)	27.6%	9.1%	-8.0%	7.7%	7.7%
归母净利润	683	598	461	522	595
同比增速 (%)	43.2%	-12.4%	-23.0%	13.3%	14.0%
PE (x)	11.4	13.0	16.7	14.7	12.9

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,077	4,446	4,092	4,409	4,748
营业成本	-2,790	-3,117	-3,010	-3,233	-3,469
毛利润	1,286	1,329	1,082	1,176	1,279
销售费用	-51	-53	-49	-49	-48
管理费用	-412	-437	-409	-432	-451
核心营业利润	824	839	623	695	780
利息支出	-43	-72	-96	-92	-87
利息收入	10	2	2	3	4
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他	51	49	49	49	49
利润总额	856	751	578	655	747
所得税	-171	-152	-117	-133	-152
净利润	685	598	461	522	595
减：少数股东损益	2	0	0	0	0
归母净利润	683	598	461	522	595
经调整净利	713	602	465	527	601

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	550	369	450	742	1,198
应收票据及应收账款	979	933	908	978	1,054
存货	208	216	205	220	236
其他流动资产	239	307	307	307	307
流动资产合计	1,976	1,826	1,870	2,247	2,795
固定资产	4,630	5,079	5,289	5,298	5,213
无形资产	3,946	3,943	3,943	3,945	3,947
其他非流动资产	183	81	81	81	81
非流动资产合计	8,759	9,104	9,314	9,324	9,240
短期借款	402	532	532	532	532
应付票据及应付账款	1,410	1,137	1,130	1,196	1,264
应交税费					
其他流动负债					
流动负债合计	1,944	1,796	1,789	1,855	1,923
长期借款	2,319	2,247	2,047	1,847	1,647
其他非流动负债	217	212	212	212	212
非流动负债合计	2,536	2,459	2,259	2,059	1,859
实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
未分配利润	6,233	6,653	7,113	7,636	8,231
少数股东权益	22	22	22	22	22
所有者权益合计	6,255	6,674	7,135	7,657	8,253

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	685	598	461	522	595
固定资产折旧	211	295	310	310	306
营运资本变动	-182	-279	30	-20	-23
其他	69	92	0	0	0
经营活动现金流量净额	783	707	801	813	878
资本开支	-926	-598	-520	-321	-222
其他	-1,938	-74	0	0	0
投资活动现金流量净额	-2,863	-671	-520	-321	-222
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资	1,271	53	-200	-200	-200
其他	504	-270	0	0	0
筹资活动现金流量净额	1,775	-217	-200	-200	-200
现金及现金等价物净增加额	-304	-181	81	292	456
期初现金及现金等价物	854	550	369	450	742
期末现金及现金等价物	550	369	450	742	1,198

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.08	0.95	0.74	0.84	0.96
每股销售额	6.45	7.06	6.58	7.09	7.64
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	27.6%	9.1%	-8.0%	7.7%	7.7%
核心营业利润	16.7%	1.9%	-25.7%	11.6%	12.2%
归母净利润	43.2%	-12.4%	-23.0%	13.3%	14.0%
费用与利润率					
毛利率	31.6%	29.9%	26.4%	26.7%	26.9%
核心经营利润率	20.2%	18.9%	15.2%	15.8%	16.4%
归母净利率	16.8%	13.5%	11.3%	11.8%	12.5%
回报率					
平均股本回报率	12.0%	9.2%	6.7%	7.1%	7.5%
平均资产回报率	7.6%	5.5%	4.2%	4.6%	5.0%
资产效率					
应收账款周转天数	74.9	78.5	81.0	81.0	81.0
库存周转天数	23.7	24.8	24.8	24.8	24.8
应付账款周转天数	140.7	149.1	137.0	135.0	133.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.5
速动比率 (x)	0.9	0.9	0.9	1.1	1.3
现金比率 (x)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6
负债/权益	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
估值					
市盈率 (x)	11.4	13.0	16.7	14.7	12.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

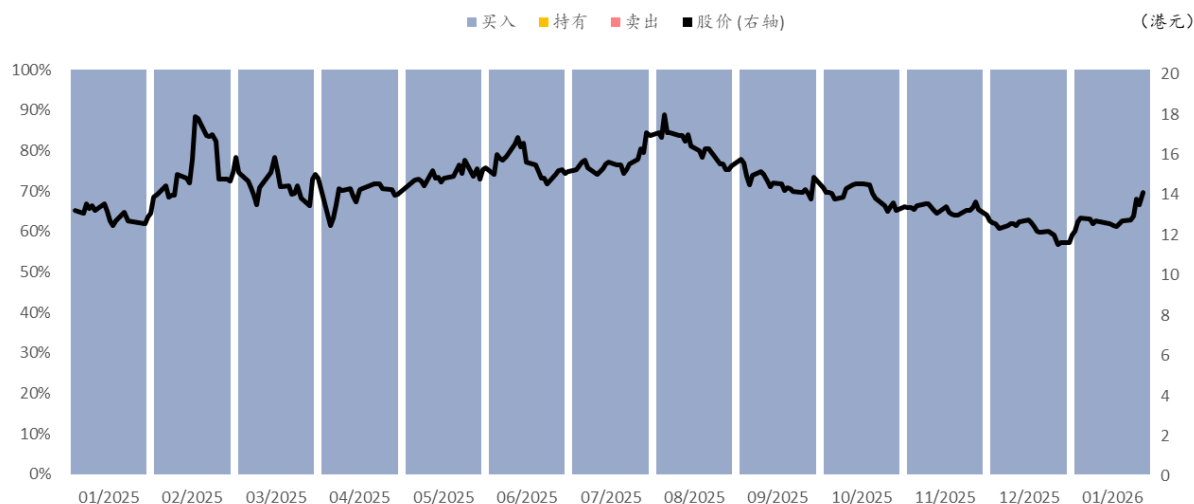
图表 2: SPDBI 目标价: 海吉亚 (6078.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

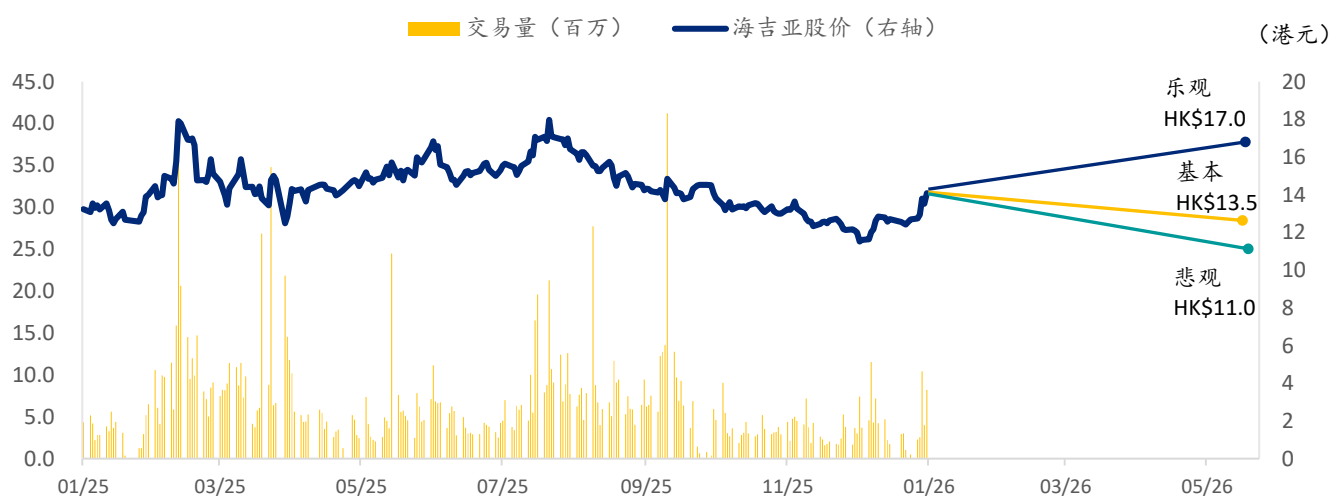
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：海吉亚（6078.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：海吉亚（6078.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：17.0 港元

概率：30%

- 2025-2027 年收入 CAGR>10%
- 2025-2027 年收入毛利率>28%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR>10%

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：11.0 港元

概率：20%

- 2025-2027 年收入 CAGR<2%
- 2025-2027 年收入毛利率<20%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR<2%

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

锦欣生殖 (1951.HK): 民营辅助生殖龙头, 拐点仍待进一步验证

我们首次覆盖锦欣生殖 (1951.HK), 给予“持有”评级, 目标价为 2.6 港元。

- 中国不孕不育率近 17%, 辅助生殖潜在市场空间广阔。据 Frost & Sullivan 数据, 中国不孕不育率逐年上升, 由 1990 年约 9% 上升至 2020 年约 17%, 2023 年中国不孕不育夫妻数量已达 5,800 万对。尽管不孕不育人群广大, 但中国辅助生殖渗透率仍处于早期阶段, 2023 年我国每百万人 IVF 周期数 (以育龄女性计算) 为 4260.6, 远低于同期美国百万人周期数 (6703.3)。根据 Frost & Sullivan 数据, 2023 年我国辅助生殖市场规模达到人民币 308 亿元, 预计将持续增长至 2030 年的 630 亿元 (2023-2030E CAGR: 11%), 民营机构市场份额有望由 2023 年的 14% 提升至 2030E 的 24%。
- 公司是民营辅助生殖龙头, 凭借稀缺的民营辅助生殖牌照及多年深耕辅助生殖赛道的丰富经验, 有望持续赢得更多市场份额。截至 2025 年 6 月 30 日, 全国共计 635 家医疗机构持有辅助生殖牌照, 其中民营辅助生殖机构约 45-50 家, 而锦欣生殖共计拥有 5 张牌照。按 IVF 周期计, 公司在中国非公立辅助生殖机构中遥遥领先, 且是唯一具备全国多中心运营能力的民营集团 (境内覆盖成都、深圳、昆明、武汉 4 个城市, 境外覆盖中国香港)。我们认为公司有望凭借稀缺的生殖牌照及多年深耕辅助生殖赛道积累的丰富经验, 持续赢得更多市场份额。
- 公司国内业务在新的政策环境下已逐步企稳且下半年恢复明显。公司 1H25 收入同比下滑 11% 至人民币 12.9 亿元, 其中国内业务同比下滑 13.4% 至 9.9 亿元, 主要由于辅助生殖纳入医保后 IUI (定价较 IVF 低) 作为首个辅助生殖治疗项目比例大幅提升, 挤占了原本应当以 IVF 作为首个辅助生殖治疗项目的比例, 使得 IVF 取卵周期数在上半年下降约 8%。但下半年公司国内各个地区 IVF 取卵周期数均开始明显恢复 (成都、大湾区恢复更为明显)。从全年维度来看, 2025 年整体 IVF 取卵周期数仅较 2024 年微降 0.4%, 已基本回升至 2024 年全年水平, 显示出新政策环境下不错的业务韧性。
- 国际化战略从前几年的自主运营模式转向投资海外机构模式, 我们认为这将有助于集团聚焦中国市场, 并同时以轻资产的形式分享海外业务收益。一方面, 公司正在为其美国全资子公司 HRC Medical 寻求海外独立融资, 若成功实现, 不仅将一定程度减轻管理负担, 亦有助于 HRC Medical 在新的中美地缘政治局势下更好更快地实现本土

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2026 年 1 月 26 日

评级

持有

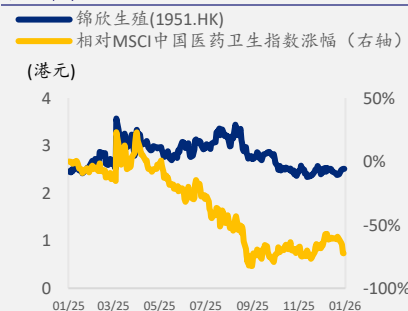
目标价 (港元)	2.6
潜在升幅/降幅	+3%
目前股价 (港元)	2.5
52 周内股价区间 (港元)	2.3-3.8
总市值 (百万港元)	6,944
近 3 月日均成交额 (百万港元)	54

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◇ 市场预期区间
截至 2026 年 1 月 21 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

锦欣生殖 (1951.HK)



化发展。另一方面，公司于 2024 年通过战略投资 Morula（印尼领先的辅助生殖机构）30% 股权成功进入印尼市场，且于 2025 年底关闭老挝业务，表明公司对东南亚不同国家战略的动态调整。我们认为在目前多变的地缘政治局势下，以投资收益的形式分享海外辅助生殖业务的盈利不失为一种更合适的国际化战略。

- 首次覆盖给予“持有”评级，目标价 2.6 港元。我们预计公司 2025E/2026E/2027E 分别有望实现人民币 27 亿/29 亿/32 亿元收入，2.8 亿/3.7 亿/4.7 亿元经调整净利润。我们采取 PE 对公司进行估值，给予公司 15x 2026E P/E（较 5 年均值前瞻市盈率低 0.7 个标准差），得到 2.6 港元目标价，首次覆盖给予“持有”评级。我们认为辅助生殖行业拐点或仍然需要更多时间进一步验证，若接下来几个季度公司业务增长情况强于预期，公司股价有望迎来明显上调机会。
- 投资风险：民营辅助生殖行业监管政策或医保控费政策趋严；商誉减值；行业竞争加剧；医疗事故与纠纷；核心医生流失。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,789	2,812	2,718	2,880	3,172
同比增速 (%)	18.0%	0.8%	-3.3%	5.9%	10.2%
归母净利润	345	283	-934	220	313
同比增速 (%)	184.6%	-17.9%	-430.1%	-123.6%	42.2%
PE (x)	18.9	22.7	-6.8	28.8	20.3

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,789	2,812	2,718	2,880	3,172
营业成本	-1,613	-1,712	-1,848	-1,857	-1,967
毛利润	1,175	1,099	870	1,022	1,205
销售费用	-192	-175	-155	-161	-174
管理费用	-481	-458	-462	-484	-527
研发费用	-22	-25	-22	-20	-19
核心营业利润	480	442	231	357	485
利息支出	-80	-57	-59	-59	-59
利息收入	21	7	6	0	-1
应占联营公司损益	5	5	5	5	5
其他	38	-5	-55	0	0
利润总额	464	392	-963	303	431
所得税	-117	-118	0	-76	-108
净利润	347	273	-963	227	323
减：少数股东损益	2	-10	-29	7	10
归母净利润	345	283	-934	220	313
经调整净利	471	416	281	368	472

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	624	546	-9	-47	-3
应收票据及应收账款	169	322	248	263	289
存货	62	51	63	63	67
其他流动资产	486	171	185	201	219
流动资产合计	1,342	1,090	487	480	571
固定资产	2,595	2,812	3,036	3,266	3,505
商誉	3,496	3,507	3,518	3,530	3,542
其他非流动资产	7,463	7,573	7,559	7,549	7,543
非流动资产合计	13,554	13,892	14,113	14,346	14,590
短期借款	748	1,278	1,278	1,278	1,278
应付票据及应付账款	805	738	867	871	923
应交税费	52	30	30	30	30
其他流动负债	84	74	77	79	82
流动负债合计	1,690	2,119	2,251	2,258	2,313
长期借款	1,380	993	993	993	993
其他非流动负债	1,640	1,516	1,591	1,671	1,754
非流动负债合计	3,020	2,508	2,584	2,664	2,747
实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
未分配利润	10,091	10,274	9,714	9,846	10,034
少数股东权益	95	80	51	58	67
所有者权益合计	10,187	10,354	9,765	9,904	10,101

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	347	273	-963	227	323
固定资产折旧	286	278	287	295	304
营运资本变动	0	-33	177	-27	3
其他	51	111	78	82	86
经营活动现金流量净额	684	629	-421	577	716
资本开支	-164	-262	-441	-461	-481
其他	-211	-31	-66	-66	-66
投资活动现金流量净额	-375	-293	-508	-527	-548
股权融资	1,000	0	0	0	0
银行贷款	-3	111	0	0	0
其他	-948	-569	374	-88	-125
筹资活动现金流量净额	-950	-458	374	-88	-125
现金及现金等价物净增加额	-639	-121	-555	-38	43
期末现金及现金等价物	624	546	-9	-47	-3

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.12	0.10	-0.33	0.08	0.11
每股销售额	1.02	1.03	0.97	1.03	1.13
每股股息	0.05	0.00	-0.14	0.03	0.05
同比变动					
收入	18.0%	0.8%	-3.3%	5.9%	10.2%
核心营业利润	94.9%	-8.1%	-47.7%	54.5%	35.9%
归母净利润	184.6%	-17.9%	-430.1%	-123.6%	42.2%
费用与利润率					
毛利率	42.1%	39.1%	32.0%	35.5%	38.0%
核心经营利润率	17.2%	15.7%	8.5%	12.4%	15.3%
归母净利率	12.4%	10.1%	-34.4%	7.7%	9.9%
回报率					
平均股本回报率	3.6%	2.8%	-9.5%	2.2%	3.1%
平均资产回报率	2.3%	1.8%	-6.6%	1.5%	2.2%
资产效率					
应收账款周转天数	24.1	33.3	33.3	33.3	33.3
库存周转天数	12.9	12.4	12.4	12.4	12.4
应付账款周转天数	193.5	171.2	171.2	171.2	171.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2
速动比率 (x)	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
负债/权益	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率 (x)	18.9	22.7	-6.8	28.8	20.3
股息率	2.4%	0.0%	-6.0%	1.4%	2.0%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

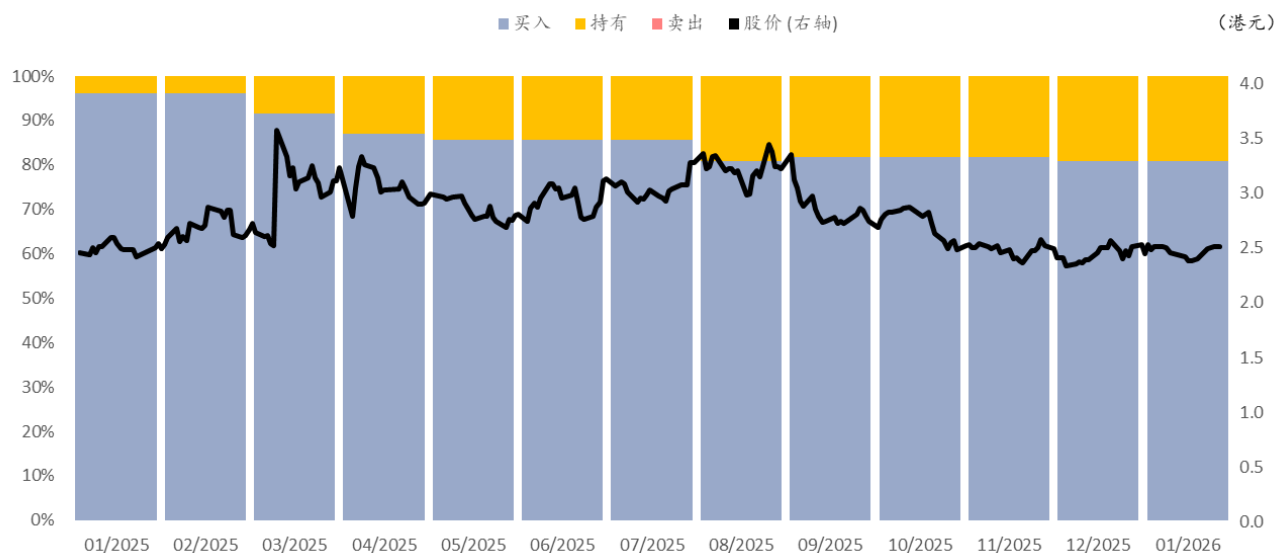
图表 2: SPDBI 目标价: 锦欣生殖 (1951.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

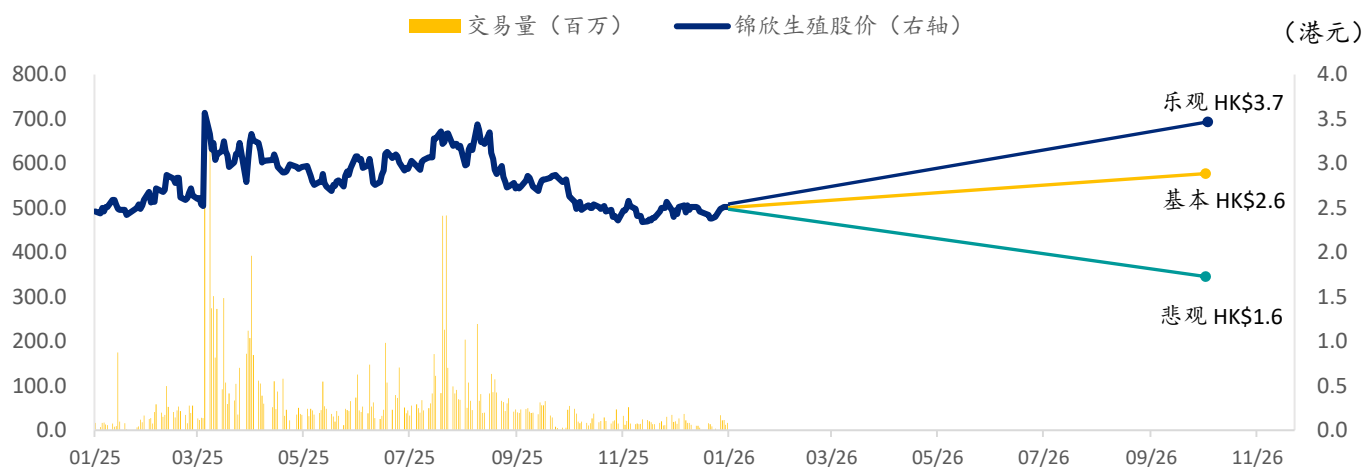
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：锦欣生殖（1951.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：锦欣生殖（1951.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：3.7 港元	目标价：1.6 港元
概率：30%	概率：20%
2025-2027 年收入 CAGR>10% 2025-2027 年收入毛利率>40% 2025-27 年归母净利润 CAGR>10%	2025-2027 年收入 CAGR<2% 2025-2027 年收入毛利率<30% 2025-2027 年归母净利润 CAGR<2%

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

